

# ÉTUDES

## 1. DIRECTIVE SUR LES SERVICES D'INVESTISSEMENT

---

L'adoption par le Conseil des Communautés européennes de sa position commune sur la directive relative aux services d'investissement le 21 décembre 1992 a été l'aboutissement de longues et difficiles négociations entreprises dès 1988, dont la chronique «Europe 1993 » du Bulletin de la Commission bancaire a régulièrement retracé les étapes. La mise en oeuvre de la directive sur les services d'investissement va assurer à ce secteur le bénéfice des libertés offertes par le marché unique, comme cela avait été déjà réalisé pour le secteur bancaire dès décembre 1989 avec l'adoption de la deuxième directive bancaire. Ce résultat ne sera en fait atteint pour les services d'investissement qu'avec un certain retard par rapport à l'ouverture du marché unique puisque les États membres ont jusqu'au 31 décembre 1995 pour mettre en vigueur les mesures nationales de transposition de la directive.

La directive sur les services d'investissement comprend deux séries de dispositions :

- l'harmonisation des règles relatives à l'agrément et au contrôle des entreprises d'investissement : cette harmonisation permet la reconnaissance mutuelle des agréments et l'application du principe du contrôle par le pays d'origine. Cette première série de dispositions ne s'applique pas aux établissements de crédit puisqu'ils sont couverts par les première et deuxième directives bancaires ;

- la fixation de « règles du jeu » minimales permettant la coexistence de types de marchés aux structures différentes dans un contexte d'ouverture à la concurrence. Cette deuxième série de dispositions concernant les marchés s'applique évidemment aussi bien aux entreprises d'investissement non bancaires qu'aux établissements de crédit. La difficulté d'élaborer cette partie de la directive avait été largement sous-estimée dans la proposition initiale de la Commission des Communautés européennes.

Par ailleurs, les règles prudentielles visant à assurer la couverture, par des fonds propres suffisants, des risques de marché résultant de la prestation de services d'investissement ont été fixées par la directive sur l'adéquation des fonds propres qui a été adoptée le 15 mars 1993 et dont une présentation détaillée figurait dans la précédente livraison du bulletin.

### 1.1. AGRÉMENT ET CONTRÔLE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT : RECONNAISSANCE MUTUELLE

---

Les dispositions visant à permettre la reconnaissance mutuelle des agréments et du contrôle des entreprises d'investissement non bancaires sont la traduction pour ce secteur des principes arrêtés en 1985 dans le livre blanc sur l'achèvement du marché intérieur. Elles sont en fait très largement reprises de la deuxième directive bancaire, souvent même textuellement, ce qui ne pouvait être que souhaitable en vue d'assurer la plus grande homogénéité possible au corpus législatif communautaire concernant les services financiers.

#### 1.1.1. Harmonisation des normes concernant l'agrément et le contrôle

---

Tout d'abord, la directive définit l'entreprise d'investissement en fonction d'une liste d'activités (en annexe) dont l'exercice exige ce statut <sup>(3)</sup>. Les entreprises d'investissement peuvent de plus exercer d'autres activités à titre auxiliaire.

Toute entreprise d'investissement doit recevoir un agrément. L'octroi de cet agrément est soumis par les autorités compétentes à un certain nombre de conditions :

- un capital initial suffisant (dont le montant harmonisé est précisé par la directive sur l'adéquation des fonds propres) ;
- les dirigeants doivent remplir des conditions d'honorabilité et d'expérience ;
- l'orientation de l'activité doit être déterminée par deux personnes au moins (règle des quatre yeux) sauf exception pour des entreprises personnelles ;
- un programme d'activité doit être présenté
- les autorités doivent être convaincues de la qualité des actionnaires ou associés pour assurer une gestion saine et

prudente de l'établissement.

La directive prévoit le contrôle de ces éléments durant la vie de l'entreprise d'investissement. En particulier, elle prévoit une surveillance des modifications de l'actionnariat : les autorités se voient reconnaître le droit de s'opposer aux prises de participation par des actionnaires dont elles contesteraient la qualité ainsi que le droit de prendre des mesures contre les actionnaires existants lorsque leur influence risquerait d'être préjudiciable à une gestion prudente et saine de l'entreprise (suspension des droits de vote en particulier).

La directive organise la communication entre les autorités des décisions d'agrément qui concernent la filiale d'une entreprise située dans un autre État membre ou d'un établissement situé dans un pays tiers. Le texte reprend les mêmes dispositions que celles de la deuxième directive bancaire en vue d'assurer la réciprocité d'accès aux marchés des pays tiers. Il reprend également l'interdiction de traiter les succursales d'entreprises de pays tiers mieux que celles d'entreprises de la Communauté.

### **1.1.2. Reconnaissance mutuelle des agréments et du contrôle**

---

Les États membres reconnaissent mutuellement la valeur des agréments qu'ils octroient. Une entreprise d'investissement, sur la base de l'agrément reçu dans son pays d'origine pourra donc, sans avoir à obtenir une quelconque autorisation des pays d'accueil, exercer librement son activité dans toute la Communauté, aussi bien à travers l'établissement de succursales que par voie de prestation de services. Des procédures de notification de son projet par l'entreprise à l'autorité de son pays d'origine et de communication de la notification par cette autorité au pays d'accueil sont calquées sur les procédures prévues pour les établissements de crédit dans la deuxième directive bancaire.

Parallèlement à l'agrément unique est appliqué le principe du contrôle par l'autorité du pays d'origine : celle-ci exerce seule, suivant ses propres normes - en fait largement harmonisées - la surveillance prudentielle d'une entreprise qu'elle a agréé, pour toute son activité dans la Communauté, y compris au moyen de succursales.

Le principe du contrôle par le pays d'origine est complété par la mise en place d'une coopération entre les autorités de contrôle. Les domaines de cette collaboration ainsi que certaines des procédures sont précisés par la directive dans des termes parallèles à ceux de la deuxième directive.

Cette coopération suppose une confiance entre les autorités qui repose elle-même sur le respect d'un strict secret professionnel. La directive en définit précisément les modalités et en particulier les cas où les autorités peuvent communiquer des informations (aux liquidateurs, aux commissaires aux comptes, aux autorités de surveillance des autres secteurs financiers).

## **1.2. L'OUVERTURE DES MARCHÉS**

---

Comme il était prévisible, les dispositions concernant les marchés ont été les plus discutées au cours de la négociation. Elles concernent bien sûr tout autant les entreprises d'investissement non bancaires que les établissements de crédit.

On peut les regrouper en quelques points clefs.

### **1.2.1. Règles applicables aux établissements pour la protection des investisseurs**

---

En vue de protéger les investisseurs, les États membres doivent exiger :

- le respect par l'établissement de règles prudentielles concernant une bonne organisation administrative et comptable, l'existence de règles de contrôle interne (des opérations de ses salariés en particulier) et la protection des droits de propriété des investisseurs sur les valeurs mobilières qui leur appartiennent. Sauf pour les établissements de crédit, une ségrégation des fonds appartenant aux investisseurs est exigée ;
- le respect par l'établissement de règles de conduite qui doivent assurer la mise en oeuvre de sept principes énumérés par la directive et dont le but commun est le meilleur service des clients et l'intégrité du marché. Le contrôle de ces règles, par exception au principe du contrôle par le pays d'origine, est pour l'heure la compétence de l'État où le service est fourni ;
- l'indication par l'établissement de la garantie que procure aux investisseurs son appartenance éventuelle à un fonds d'indemnisation.

## **1.2.2. Disparition des monopoles**

---

La disparition des monopoles détenus par certains agents économiques sur les marchés est évidemment un point capital de la directive. Elle se traduit par l'élimination du *numerus clausus* et l'accès direct des établissements de crédit aux marchés.

- La directive est très précise sur l'ouverture des marchés en vue d'assurer qu'aucun obstacle ne demeurera. Elle prévoit fondamentalement le droit pour toute entreprise d'investissement de devenir membre ou d'avoir accès, directement et indirectement, aux marchés réglementés qui y sont liés. Ceci implique en particulier l'abolition des clauses de *numerus clausus* limitant le nombre de membres de certains marchés. Les États membres doivent même veiller à ce que les capacités techniques de ces marchés soient augmentées en cas de besoin.

- Les établissements de crédit pourront, au plus tard le 1er janvier 1997, avoir accès ou devenir membre des marchés réglementés aussi bien directement (par une succursale) qu'indirectement (par une filiale). Dans trois pays (Espagne, Portugal et Grèce), cette possibilité est reportée en principe au 1er janvier 2000.

Il va de soi que tous les membres d'un marché doivent en respecter les règles.

La directive prévoit également l'ouverture à toutes les entreprises d'investissement des marchés réglementés sans présence physique et le droit pour ces marchés de fournir dans le pays d'origine les moyens nécessaires à cet effet.

## **1.2.3. Concentration des transactions**

---

L'obligation de passer par un marché réglementé pour réaliser les transactions était une caractéristique ancienne de nombreux États membres. Une telle obligation existe en France en ce qui concerne la Bourse des valeurs pour la négociation des actions. Les pays où n'existe pas une disposition comparable contestaient la compatibilité de cette obligation avec la liberté d'exercice, par leurs institutions financières, de leur activité dans toute la Communauté.

Cette question posait en fait le problème de la coexistence de marchés aux structures et aux modes de fonctionnement différents. Peu à peu, l'idée s'est imposée que ces structures ne devaient pas être remises en cause mais qu'il suffisait d'organiser leur coexistence de telle manière que les entreprises concernées bénéficient du plus grand degré de liberté compatible avec ces structures.

La solution retenue à titre de compromis atteint cet objectif. Les États membres où l'obligation de concentration des négociations existe pourront maintenir l'exigence d'effectuer les transactions sur un marché réglementé : il va de soi qu'il pourra s'agir de tout marché réglementé reconnu dans la Communauté. Les États membres qui utiliseront cette faculté devront cependant permettre à l'investisseur d'autoriser explicitement l'entreprise d'investissement à laquelle il adresse son ordre de réaliser celui-ci hors marché réglementé.

Ce point est un des plus importants de la directive dans la perspective d'une ouverture des marchés. Il constitue d'une certaine façon une reconnaissance mutuelle des marchés réglementés et il définit de plus les conditions d'une coexistence de ces marchés et des autres formes de négociation. Une liste des marchés réglementés sera établie.

## **1.2.4. Règles de transparence des marchés**

---

Le dispositif qui vient d'être décrit supposait une certaine harmonisation des marchés. Les dispositions adoptées visent à assurer un contrôle de toutes les transactions et une transparence suffisante des marchés reconnus comme réglementés.

Pour assurer le contrôle des marchés, la directive prévoit d'une part la conservation pendant cinq ans des données pertinentes sur les transactions et surtout, d'autre part, la déclaration aux autorités de toutes les transactions effectuées par l'entreprise, au plus tard le jour suivant. Ces règles s'appliquent aux transactions relatives à des instruments négociés sur un marché réglementé, que les transactions aient eu lieu sur un marché réglementé ou non.

Les dispositions relatives à la transparence des transactions sur les marchés réglementés ont été très discutées. Il s'agissait de fixer les conditions de publication des principales caractéristiques (prix et volume) des transactions. Le dispositif retenu privilégie la transparence des prix.

- Chaque matin, doivent être publiés le prix moyen pondéré, le prix le plus élevé, le prix le moins élevé et le volume des négociations de la veille pour chaque instrument.

- Pour les marchés continus fondés sur la confrontation des ordres, et pour les marchés à prix affichés, doivent en outre être publiés :

- chaque heure, le prix moyen pondéré et le volume des transactions intervenues sur une période de six heures s'achevant deux heures avant la publication

- et surtout, toutes les vingt minutes, le prix moyen pondéré, le prix le plus élevé et le prix le moins élevé (pas le volume) des transactions intervenues sur une période de deux heures s'achevant une heure avant la publication.

### **1.3. CONCLUSION**

---

L'adoption de la directive sur les services d'investissement est le dernier pas, longtemps attendu, pour l'achèvement du Marché unique des services financiers. Plusieurs directives vont la compléter : adéquation des fonds propres pour les règles prudentielles, directive établissant un Comité consultatif des valeurs mobilières, projet de directive sur les systèmes de garantie des investisseurs en valeurs mobilières. L'ensemble constitue un cadre sûr pour l'exercice dans ce secteur des libertés assurées par le Marché unique. Ce cadre se caractérisera par la liberté offerte aux intermédiaires financiers d'exercer librement leur activité dans la Communauté, dans les conditions d'égalité de la concurrence les meilleures et dans un environnement où les différents marchés européens garderont une large part de leurs caractéristiques propres.