

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

AVIS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

du 12 juin 2003

sollicité par le Conseil de l'Union européenne sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil [COM(2002) 625 final]

(CON/2003/9)

(2003/C 144/06)

1. Le 16 décembre 2002, la Banque centrale européenne (BCE) a reçu une demande de consultation de la part du Conseil de l'Union européenne portant sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil [COM(2002) 625 final] (ci-après dénommée la «proposition de directive»).
2. La BCE a compétence pour émettre un avis en vertu de l'article 105, paragraphe 4, premier tiret, du traité instituant la Communauté européenne (ci-après dénommé le «traité»), et de l'article 3.3 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne (ci-après dénommés les «statuts»), dans la mesure où la proposition de directive contient des dispositions ayant un impact sur l'intégration des marchés financiers européens et susceptibles d'influencer la stabilité financière. Conformément à l'article 17.5, première phrase, du règlement intérieur de la BCE, le présent avis a été adopté par le conseil des gouverneurs de la BCE.
3. L'objectif principal de la proposition de directive est d'actualiser le cadre réglementaire pour les services d'investissement afin de tenir compte des changements fondamentaux intervenus depuis quelques années sur les marchés financiers européens. Depuis l'adoption de la directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières ⁽¹⁾ (DSI), les innovations dans le domaine de la technologie de l'information ont influencé de manière substantielle la structure et l'efficacité des marchés des valeurs mobilières. Dans le même temps, les transactions transfrontalières ont considérablement augmenté du fait de l'introduction de l'euro, ce qui a rendu d'autant plus nécessaire la création d'un marché des valeurs mobilières européen véritablement intégré.
4. Dans ce contexte, la BCE accueille très favorablement et soutient la proposition de directive, qui vise à renforcer l'harmonisation des réglementations et à l'étendre aux nouveaux services d'investissement et instruments financiers. La proposition de directive aborde des thèmes nouveaux issus de la concurrence croissante entre les bourses de valeurs et les nouvelles infrastructures d'exécution des ordres, et établit des règles garantissant que les différentes infrastructures d'exécution des ordres sont régies par la même réglementation et sont, de ce fait, en mesure de se concurrencer tout en assurant la protection des investisseurs, la transparence et l'efficacité du marché. Afin d'atteindre les objectifs mentionnés ci-dessus, la proposition de directive élabore un ensemble exhaustif de règles concernant toutes les infrastructures de négociation, notamment les marchés réglementés, les systèmes de négociation multilatérale (MTF) et les intermédiaires qui exécutent les ordres des clients en interne. Toutefois, la BCE estime que la proposition de directive pourrait clarifier plus avant un certain nombre de questions, exposées ci-après.
5. Premièrement, l'application de la méthodologie législative recommandée par le comité des Sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières (ci-après dénommé le «comité des Sages»). En général, la BCE accueille favorablement le recours à la procédure de comitologie dans la proposition de directive, tel que recommandé par le comité des Sages. Le rapport du comité des Sages vise à rendre la législation communautaire en matière de valeurs mobilières plus efficace, flexible et transparente, permettant de réagir de façon appropriée et en temps utile face aux évolutions dynamiques du marché. À la lumière de cet objectif, le choix des instruments juridiques — directive ou règlement — revêt une importance particulière. Ainsi que le comité des Sages l'a énoncé: «[Les directives] laissent aux États membres une plus grande latitude dans la mise en œuvre du droit communautaire, mais au prix, trop souvent, d'une transposition et d'interprétations variables». Selon la terminologie du comité des Sages, la proposition de directive relève de la catégorie de législation de «niveau 1», c'est-à-dire les «principes-cadres». Ceux-ci arrêtent «les grands choix politiques que font le Parlement européen et le Conseil des ministres» dans le domaine essentiel des services financiers. Les principes-

⁽¹⁾ JO L 141 du 11.6.1993, p. 27.

cadres devraient être mis en œuvre au «niveau 2» de la législation communautaire, plutôt que mis en œuvre par les États membres, étant donné qu'une telle mise en œuvre nationale aboutirait à des situations juridiques différentes. Les principes-cadres fondamentaux devraient être les mêmes et devraient s'appliquer uniformément dans toute l'Union européenne. Soit il n'est donné aucune latitude aux États membres pour la mise en œuvre de la proposition de directive, auquel cas le recours à une directive est inutile, soit elle leur est donnée et les «principes-cadres» aboutiront à des divergences au sein de l'Union européenne. Si les actes de «niveau 1» et de «niveau 2» sont des directives exigeant une mise en œuvre au niveau national, cela ne résoudra pas, en définitive, un des problèmes exposés par le comité des Sages, retardant le développement des marchés de valeurs mobilières européens, à savoir «l'absence d'une réglementation européenne précise». De fait, le comité des Sages a énoncé, concernant la législation «cadre» de niveau 1, qu'il «convenait [...] de préférer les règlements aux directives [...] De l'avis du comité, les règlements devraient être utilisés chaque fois que possible». La BCE a soutenu les conclusions du comité des Sages, comme l'a fait, d'ailleurs, le Conseil européen de Stockholm de mars 2001 avalisant son rapport. La BCE observe que, en effet, les règlements présentent des avantages notables par rapport aux directives puisqu'ils sont directement applicables dans les États membres sans qu'il y ait besoin de recourir à une mise en œuvre au niveau de la législation nationale. L'uniformité qui en résulte au niveau des principes-cadres fondamentaux devrait aboutir à une mise en œuvre communautaire de «niveau 2» qui pourrait prendre en compte les spécificités nationales dans le détail. La nécessité de tenir compte des spécificités techniques nationales apparaît au niveau 2, étant donné que celui-ci concerne les mesures de mise en œuvre spécifiques, alors que le niveau 1 ne pose que les principes-cadres fondamentaux de la législation en question. C'est la raison pour laquelle la BCE préférerait, en règle générale, qu'à l'avenir les actes juridiques communautaires contenant ce type de principes-cadres fondamentaux adoptent la forme de règlements et non de directives, reléguant la mise en œuvre de tels principes à la législation de «niveau 2» par le biais du recours à la procédure de comitologie, prenant en compte les besoins techniques nationaux.

6. Le rapport du comité des Sages souligne que la législation financière devrait présenter une distinction claire et effective entre les principes-cadres («niveau 1») et les règles de mise en œuvre détaillées («niveau 2»). Toutefois, cette distinction ne ressort pas de façon claire dans la proposition de directive. Dans certains cas, les principes-cadres sont déjà présentés de façon très détaillée (par exemple les dispositions relatives aux conditions et procédures d'agrément dans le titre II, chapitre I). Dans d'autres, au contraire, les principes-cadres sont considérablement plus abstraits et un nombre important de dispositions devront être définies par le biais d'une législation de niveau 2 (par exemple les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement fixées au titre II, chapitre II). La BCE estime que la proposition de directive pourrait être précisée en ce qui concerne la distinction opérée entre les principes-cadres du niveau 1 et les mesures de mise en œuvre détaillées devant relever du niveau 2. Un principe

directeur pourrait consister à étendre le plus possible le champ d'application des règles adoptées au niveau 2 afin d'atteindre un niveau élevé d'harmonisation et de flexibilité en matière de réglementation des marchés européens de valeurs mobilières. À titre d'exemple, la BCE remarque que les «définitions fondamentales» énoncées à l'article 3, paragraphe 1, de la proposition de directive pourraient bénéficier de règles de mise en œuvre détaillées au niveau 2 s'il est besoin de les préciser (article 3, paragraphe 2). En ce qui concerne la définition des «instruments financiers» en particulier, il serait opportun de prévoir la possibilité de modifier la liste de la section C de l'annexe I par le recours à la procédure de comitologie au niveau 2, si nécessaire dans le cadre de certaines limites conceptuelles, afin de ne pas modifier le champ d'application de la proposition de directive. Ce processus permettrait de faciliter l'existence de principes-cadres fondamentaux dans un seul acte communautaire directement applicable et bénéficiant de la primauté à travers toute l'Union européenne. De récents débats au sein des groupes de comitologie ont mis en lumière des critères généraux possibles déterminant le recours soit aux règlements soit aux directives au niveau 2. La BCE soutient l'utilisation éventuelle de directives au niveau de la mise en œuvre de législation au niveau 2, chaque fois que des spécificités nationales doivent être prises en compte en détail. Enfin, la BCE remarque que, en général, les banques centrales nationales des États membres (BCN) devraient être étroitement impliquées dans la préparation des mesures de mise en œuvre relevant de leurs compétences respectives (par exemple les systèmes de compensation et de règlement: voir également les points 18 à 22 du présent avis).

7. Deuxièmement, les exemptions du champ d'application de la proposition de directive. La BCE remarque que, en vertu de l'article 2, paragraphe 1, point f), et de l'article 2, paragraphe 2, la proposition de directive ne s'applique pas aux membres du Système européen de banques centrales (SEBC). La BCE accueille favorablement cette règle qui reprend les exemptions déjà prévues dans la DSI actuelle tout en tenant compte du nouveau cadre institutionnel établi par le traité, étant donné que conformément à l'article 107 du traité et à l'article 1.2 des statuts, le SEBC se compose de la BCE et des banques centrales nationales de tous les États membres. Plus particulièrement, l'article 2, paragraphe 2, de la proposition de directive actualise le libellé actuel de l'article 2, paragraphe 4, de la DSI. La BCE accueille favorablement cette règle selon laquelle, sur le fondement de la proposition de directive, les entreprises d'investissement n'ont pas automatiquement le droit de devenir des contreparties des BCN. De fait, la nature spécifique des missions accomplies par les BCN au sein de l'Eurosystème justifie un régime juridique spécifique, tel qu'institué par le traité et les statuts, auquel le droit communautaire dérivé ne peut déroger, et motivé en particulier par le statut indépendant de celles-ci. Il convient de rappeler que l'article 105 du traité énumère les missions fondamentales conférées au SEBC (à savoir définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté, conduire les opérations de change, détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres et promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paie-

ment) dans le respect des orientations adoptées par les organes de décision du SEBC. La BCE et les BCN dans l'Eurosystème assument en outre des missions opérationnelles spécifiques consistant notamment à effectuer tous types d'opérations bancaires avec les pays hors de l'Eurosystème ainsi qu'avec les organisations internationales conformément à l'article 23 des statuts et, pour ce qui est de la BCE, à gérer le capital de la BCE souscrit par les BCN conformément aux articles 28 et 29 des statuts. S'agissant des opérations de politique monétaire, la BCE souhaite souligner que l'orientation BCE/2000/7 du 31 août 2000 concernant les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème⁽¹⁾, et en particulier son annexe 1 (Documentation générale sur les instruments de politique monétaire et les procédures de l'Eurosystème), prévoit que les contreparties aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème doivent satisfaire à certains critères d'éligibilité définis de manière non discriminatoire. L'objectif est de permettre à un large éventail d'établissements de crédit d'avoir accès aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, renforçant ainsi l'égalité de traitement des établissements dans la zone euro, tout en veillant à ce que les contreparties éligibles à l'Eurosystème remplissent certaines exigences opérationnelles et prudentielles. Les exemptions de l'article 2, paragraphe 1, et de l'article 2, paragraphe 2, limitent toute incertitude quant à l'étendue des droits conférés par la proposition de directive et éliminent l'éventualité que la DSI soit faussement interprétée comme aboutissant à ce que les entreprises d'investissement obtiennent automatiquement le droit de devenir des contreparties pour les opérations de banque centrale.

8. Troisièmement, les règles relatives aux intermédiaires.

Conformément à l'article 1^{er}, paragraphe 2, de la proposition de directive, les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement seront également soumis aux dispositions des articles 12 et 13 (exigences organisationnelles, processus de négociation et dénouement des transactions sur les MTF) et à celles des chapitres II et III du titre II (conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, droits des entreprises d'investissement). La BCE accueille favorablement l'application de ces dispositions aux établissements de crédit afin de garantir des conditions de concurrence égales entre les participants du marché et les infrastructures de négociation et d'assurer une coordination adéquate avec les dispositions de la directive 2000/12/CE. De plus, la BCE constate que le chapitre II du titre IV, traitant de la coopération des autorités compétentes d'États membres différents, s'appliquera en tout état de cause en matière de fourniture transfrontalière de services d'investissement par les établissements de crédit. En effet, la manière dont ces dispositions régissent la coopération en matière de surveillance est spécifique à la fourniture transfrontalière de services d'investissement, par exemple en ce qui concerne la question de la protection des petits investisseurs, que ces services soient fournis ou non par des établissements de crédit. C'est la raison pour laquelle la BCE constate que le chapitre II du titre IV s'appliquera nécessairement aux établissements de crédit comme à toute autre catégorie de fournisseurs de services financiers. La BCE prend également acte de l'éventuelle

nécessité de réviser l'annexe I de la directive 2000/12/CE, qui contient la liste des activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle. Les groupes compétents du secteur bancaire pourraient vérifier dans quelle mesure une telle révision serait justifiée.

9. En outre, la BCE remarque que, conformément à l'article 62 de la proposition de directive, les entreprises d'investissement qui fournissent exclusivement le service de conseil en investissement sont dispensées des obligations en matière d'adéquation des fonds propres prévues dans la directive 93/6/CEE du Conseil du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit⁽²⁾ (directive sur l'adéquation des fonds propres). En effet, comme il est mentionné dans la section III.1 de l'exposé des motifs, les conseils en investissement ne créent pas de risque de marché ou de risque systémique, qui constituent le fondement réglementaire de la directive sur l'adéquation des fonds propres. Les conseils en investissement peuvent en revanche constituer une source de risque opérationnel puisque les entreprises qui ne se conforment pas aux normes de diligence raisonnable peuvent être tenues de dédommager chaque client en conséquence, ce qui affecte potentiellement la stabilité de l'entreprise. Afin d'envisager la nécessité potentielle de dédommager les investisseurs, l'article 11, paragraphe 2, de la proposition de directive introduit l'obligation pour les entreprises d'investissement qui fournissent exclusivement des conseils d'investissement de souscrire une assurance de responsabilité civile professionnelle comme alternative aux obligations d'adéquation des fonds propres initialement prévues par la directive sur l'adéquation des fonds propres. À cet égard, la BCE souhaite attirer l'attention sur le fait que le risque opérationnel est l'objet d'une reconnaissance croissante dans le cadre réglementaire en raison des effets dommageables qu'il est susceptible d'avoir sur la stabilité d'un établissement. En particulier, il est prévu que la révision du cadre communautaire en matière d'adéquation des fonds propres applicable aux banques et entreprises d'investissement traite du risque opérationnel, résultant également de la fourniture de conseils en investissement. De ce fait, les entreprises d'investissement qui fournissent exclusivement des conseils d'investissement sont également susceptibles, à l'avenir, d'être tenues aux exigences de fonds propres afférentes au risque opérationnel de cette activité. La BCE suggère par conséquent que toute solution alternative aux obligations d'adéquation des fonds propres prévues par la directive sur l'adéquation des fonds propres soit soigneusement considérée, et même que son champ d'application soit limité, compte tenu de la révision prochaine du cadre en matière d'adéquation des fonds propres.

10. Par ailleurs, la BCE partage l'inquiétude évoquée par la proposition de directive concernant la nécessité d'arrêter des mesures efficaces visant à éviter d'éventuels conflits d'intérêts. La proposition de directive prévoit ces mesures en deux occasions. Conformément à l'article 16, paragraphes 1 et 2, il est exigé des entreprises d'investissement qu'elles détectent les conflits d'intérêts potentiels au sein de

⁽¹⁾ JO L 310 du 11.12.2000, p. 1, telle que modifiée par l'orientation BCE/2002/2 du 7 mars 2002 (JO L 185 du 15.7.2002, p. 1).

⁽²⁾ JO L 141 du 11.6.1993, p. 1, modifiée en dernier lieu par la directive 98/33/CE du Parlement européen et du Conseil (JO L 204 du 21.7.1998, p. 29).

leurs activités et qu'elles élaborent des dispositions opérationnelles adéquates visant à empêcher ou à gérer ces conflits afin d'éviter des effets négatifs. En application de l'article 36, paragraphe 1, point a), il est de même exigé des marchés réglementés qu'ils prennent des dispositions pour repérer et gérer les effets potentiellement négatifs des conflits d'intérêts, notamment dans le cas où ces conflits peuvent provenir de l'exercice de fonctions de régulation qui ont été déléguées par l'autorité compétente au marché. La BCE accueille favorablement ces dispositions, puisqu'elle partage notamment l'estimation générale de la Commission figurant dans l'exposé des motifs, selon laquelle le potentiel de conflits d'intérêts peut augmenter dans un contexte d'intensification de la concurrence entre les différentes méthodes d'exécution des ordres et également entre les infrastructures de négociation du même type. En outre, la BCE est d'avis que des dispositions adéquates réglant les conflits d'intérêts au sein des infrastructures de négociation pourraient aussi contribuer à assurer des conditions de concurrence égales entre les acteurs du marché. La BCE souhaite formuler les observations suivantes, dans le but de renforcer les dispositions pertinentes en matière de conflit d'intérêt. D'une part, l'article 16, paragraphe 2, exige des entreprises d'investissement qu'elles prennent des mesures préventives pour éviter des conflits d'intérêts potentiels entre elles et leurs clients, ou qu'elles élaborent ou appliquent des mesures organisationnelles et administratives, en vue de gérer de tels conflits. Toutefois, la proposition de directive pourrait être interprétée comme prévoyant des obligations en matière de prévention et de protection comme alternatives, bien que celles-ci soient généralement considérées, entre autres par la doctrine, comme complémentaires dans le contexte de la surveillance des intermédiaires financiers et, en particulier, dans celui de la protection des investisseurs. Par exemple, il apparaît judicieux de signaler l'existence d'un conflit d'intérêts à un client avant d'exécuter une transaction, et non d'attendre le moment où il s'avère être dommageable. Dans ce contexte, la BCE estime que l'article 16, paragraphe 2, proposé devrait considérer les mesures de prévention et de protection concernant les conflits d'intérêts comme étant complémentaires et non comme constituant une alternative. Cela se conformerait aussi au libellé proposé pour l'article 36, paragraphe 1, point a). D'autre part, la BCE accueille favorablement la possibilité d'accroître l'efficacité de l'article 36, paragraphe 2, par le biais de la législation de niveau 2. La BCE remarque toutefois que l'autre disposition de la proposition de directive relative aux conflits d'intérêts (l'article 36 précité portant sur les marchés réglementés) ne prévoit pas de mesures de mise en œuvre aussi détaillées. Eu égard à l'importance que revêt l'existence de mesures efficaces pour lutter contre de possibles conflits d'intérêts dans le nouveau cadre réglementaire, la BCE souhaiterait que des dispositions concernant la comitologie figurent non seulement à l'article 16, mais aussi à l'article 36. Une telle approche générale fondée sur la comitologie contribuerait non seulement à envisager la nature évolutive des conflits d'intérêts et les procédures nécessaires à leur gestion, mais faciliterait également l'élaboration de normes de travail comparables, le cas échéant, entre les différentes formes de négociation.

11. Quatrièmement, le nouveau cadre réglementaire relatif à l'exécution d'ordres. La proposition de directive maintient la distinction actuellement opérée entre les marchés régle-

mentés et les entreprises d'investissement, tout en introduisant comme nouveau service de base couvert par la DSI l'exploitation d'une MTF, permettant ainsi aux entreprises d'investissement exploitant ces infrastructures d'obtenir un agrément et d'être assujetties à un régime réglementaire sur mesure. Reflétant les rapides évolutions technologiques survenues au cours des dernières années, les MTF ont fortement contribué à délaissier les rigidités structurelles nationales pour des négociations et alliances transfrontalières, permettant de tirer parti plus efficacement des avantages du marché unique. La proposition d'inclure l'exploitation de MTF dans la liste des services de base couverts par la DSI est donc accueillie favorablement étant donné qu'elle reconnaît la nature évolutive de l'intermédiation financière et permet aux MTF de rendre accessibles aux utilisateurs de toute l'Union européenne et de la zone euro leurs infrastructures et services. En outre, la proposition de directive prévoit des règles visant les intermédiaires qui exécutent les ordres des clients en interne. Afin de s'assurer que les intérêts des clients ne sont pas lésés par l'existence de conflits d'intérêt, les entreprises d'investissement sont assujetties à l'obligation d'assurer «l'exécution au mieux» des ordres passés et sont soumises aux règles concernant le traitement des ordres des clients.

12. Il existe toujours un compromis entre la concurrence et la concentration au niveau des opérations de négociation. La concentration augmente la liquidité des marchés et renforce l'efficacité du mécanisme de recherche des prix. La liquidité attire encore plus de liquidité, et ce cycle a pour effet de transformer le marché le plus compétitif en un monopole naturel. Au fil des ans, des monopoles naturels efficaces de ce type ont émergé au niveau national. Il est toutefois préoccupant que des monopoles nationaux puissent constituer des obstacles à l'innovation et à l'efficacité dans un nouvel environnement au sein duquel la monnaie unique exige de procéder à l'intégration des marchés financiers dans l'Union européenne et la zone euro. La proposition de supprimer la réglementation de la concentration des négociations sur les marchés réglementés, qui existe dans la DSI actuelle, accompagnée d'un nouveau cadre juridique harmonisé reconnaissant les nouvelles infrastructures de négociation, améliorera la concurrence en permettant à celles-ci de concurrencer les situations existantes des marchés réglementés. La concurrence renforcée en résultant favorisera la création d'un marché financier efficace et intégré à l'échelle européenne, ce qui est également dans l'intérêt de la BCE. Il est impossible d'exclure qu'une concurrence renforcée entre les infrastructures de négociation au sein de ce nouvel environnement puisse entraîner une fragmentation temporaire du marché ayant d'éventuelles conséquences négatives en matière de formation des prix. Cependant, la proposition de directive répond à cette préoccupation de manière efficace en accroissant la transparence du marché. Dans ce contexte, la BCE remarque qu'il est essentiel de garantir une transparence des prix adéquate en ce qui concerne toutes les infrastructures d'exécution des ordres, de telle sorte que la concurrence renforce l'efficacité globale du marché. Par ailleurs, la proposition de directive prévoit des règles visant «l'exécution au mieux» des ordres passés afin de garantir, par une transparence accrue en matière de qualité de l'exécution, que les intermédiaires suivent des

pratiques de routage des ordres permettant aux investisseurs d'obtenir les meilleures conditions existant sur les différentes infrastructures de marché.

13. Comme il est également remarqué à la section II de l'exposé des motifs, les régulateurs et les observateurs des marchés financiers s'accordent de plus en plus à reconnaître qu'un régime de transparence efficace permet de retirer les avantages de la concurrence entre les infrastructures d'exécution des ordres, tout en limitant les effets négatifs de cette concurrence sur l'efficacité globale du marché, par exemple sous la forme d'une fragmentation. La transparence du marché est généralement considérée comme essentielle pour l'équité et pour l'efficacité du marché concerné, et notamment pour sa liquidité et pour la qualité qu'il offre en termes de formation des prix. De ce fait, il serait souhaitable d'instaurer, pour toutes les catégories d'actifs, des règles de transparence cohérentes, qui s'appliquent à tous les marchés. Un régime de transparence s'appliquant exclusivement aux marchés réglementés et ignorant l'exécution d'ordres hors marché serait limité dans sa portée et sous-optimal dans ses effets, étant donné que la négociation hors marché peut être porteuse d'informations sur la négociation qui sont importantes pour les décisions en matière d'investissement. On arguera donc qu'il conviendrait de mettre tous les participants du marché en mesure d'intégrer les informations afférentes aux transactions ainsi conclues ou aux intérêts de négociation ainsi exprimés dans leurs décisions d'investissement et, partant, de maximiser l'efficacité du processus de formation des prix. Afin d'éviter ces effets indésirables, la Commission envisage de renforcer la transparence du marché en imposant sur toutes les infrastructures de négociation l'obligation de rendre publics les cours acheteurs et vendeurs auxquels le marché est prêt à conclure (transparence pré-négociation). En outre, elle fixe des exigences de publicité en matière de prix et de volume des transactions exécutées par les entités éligibles (transparence post-négociation). En principe, la BCE accueille favorablement ces règles qui permettent de se rapprocher du but essentiel consistant à permettre aux investisseurs de choisir l'infrastructure de négociation la plus compétitive. Il s'ensuit que la liquidité affluera finalement vers les marchés les plus compétitifs conduisant par là même à améliorer le processus de formation des prix.
14. Toutefois, la BCE remarque que pour atteindre cet objectif, il serait également nécessaire de fournir les éléments permettant une comparaison exhaustive des conditions de prix proposées par différentes infrastructures de négociation pour des instruments financiers identiques. Cela pourrait être réalisé en consolidant, dans la mesure du possible, les informations sur les prix des instruments financiers au niveau européen. En effet, eu égard au progrès réalisé dans le domaine technologique, la règle de «l'exécution au mieux» ne peut fonctionner que si les investisseurs et les intermédiaires disposent d'informations sur les cotations pratiquées sur toutes les infrastructures négociant des valeurs mobilières. Au sein d'un marché européen entièrement intégré, l'exécution au mieux (meilleur cours acheteur/cours vendeur) ne peut être appréhendée que sur le plan européen et doit reposer sur des cotations disponibles au plan européen. La consolidation des informations devrait assurer qu'il existe un fondement pour que le «meilleur prix» soit appliqué à la transaction concernée. Étant donné que l'autre obstacle essentiel à une telle comparaison, à savoir l'existence de différentes devises, a été levé au sein de la zone euro à la suite de l'introduction de la monnaie unique, il convient en effet de consolider les informations sur les prix au niveau de l'Union européenne ou de la zone euro. Le secteur privé devrait, d'abord et avant tout, opérer cette consolidation, garantissant ainsi pleinement à toutes les parties intéressées l'accès à ces informations. Les autorités publiques pourraient agir comme catalyseurs en encourageant des actions collectives dans le secteur privé visant à résoudre toute difficulté de coordination.
15. En outre, la BCE remarque que la proposition de directive limite les obligations de transparence pré-négociation et post-négociation aux transactions sur actions répertoriées sur les marchés réglementés, excluant par exemple les transactions sur titres de créance répertoriés sur les marchés réglementés. À cet égard, il convient de noter qu'à la fin de l'année 2002, le montant nominal des titres de créance répertoriés sur les marchés réglementés potentiellement éligibles pour les opérations de crédit de l'Eurosystème était supérieur à la capitalisation du marché des bourses de valeurs de l'Union européenne. En d'autres termes, la proposition de directive exclut une catégorie d'actifs très importante des obligations de transparence pré-négociation et post-négociation. De surcroît, ni la proposition de directive, ni l'exposé des motifs n'indiquent les raisons justifiant cette application limitée des obligations de transparence pré-négociation et post-négociation. Au contraire, il est précisé à la section II de l'exposé des motifs que l'essentiel de la proposition de directive est formé par un régime de transparence efficace, qui vise à assurer qu'une information *ad hoc* sur les transactions récemment conclues et les opportunités actuelles de négociation sur tous les marchés, autres systèmes de négociation et autres lieux d'exécution des ordres, soit accessible à tous les opérateurs sur une base paneuropéenne⁽¹⁾. Conformément à cette déclaration, l'article 23 de la proposition de directive fait référence à tous les instruments financiers énumérés dans l'annexe I en ce qui concerne les obligations de transparence. En revanche, les articles 25, 26, 27, 28, 41 et 42 limitent de façon inattendue les obligations de transparence pré-négociation et post-négociation aux actions.
16. La BCE souligne que l'application des nouvelles règles de transparence aux titres de créance comme aux actions contribuerait de manière significative à renforcer l'efficacité du processus de formation des prix quant auxdits titres de créances et à préserver l'intégrité du marché. S'agissant du premier point, la BCE remarque que la plus grande partie des actifs éligibles aux opérations de crédit de l'Eurosystème sont des titres de créance répertoriés ou cotés sur un marché réglementé. Toutefois, ces actifs sont fréquemment négociés sur d'autres plates-formes (c'est-à-dire des plates-formes non réglementées). Dans ces cas-là, la meilleure source d'information en matière de prix peut ne pas être

(¹) Voir l'exposé des motifs, p. 13.

le marché réglementé où sont admis les actifs. La définition d'une source de référence valable en matière de prix pour les actifs éligibles revêt une grande importance pour l'Eurosystème car l'évaluation de ces actifs et l'application des mesures de contrôle des risques reposent presque entièrement sur les prix de marché. C'est la raison pour laquelle il est important pour l'Eurosystème que non seulement les marchés réglementés sur lesquels les actifs sont admis, mais également les autres plates-formes de négociation, où un grand nombre de transactions sont conclues, soient soumis aux obligations de transparence, garantissant ainsi une formation des prix appropriée. Comme le remarque la Commission dans l'exposé des motifs, les MTF représentent aujourd'hui les principales places de négociation organisées des obligations mais ne captent cependant que 1 % du volume des transactions en actions effectuées dans l'Union européenne ⁽¹⁾. Limiter les obligations de transparence pré-négociation et post-négociation aux actions signifierait donc nécessairement que le régime de transparence proposé ne s'appliquerait que de manière très limitée aux MTF. Cela n'est pas entièrement conforme aux buts poursuivis par la proposition de directive. De surcroît, il est largement admis que la transparence des prix est bénéfique pour l'intégrité du marché. Dès lors que ceux qui souhaitent négocier peuvent maximiser leurs informations relatives aux offres d'achat et de vente actuelles et aux transactions récentes sur un large éventail d'infrastructures de négociation d'un instrument, tel que mentionné dans la norme 3 des normes sur les systèmes de négociation alternatifs publiées par le Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CERVM), la transparence des prix s'en trouvera renforcée. Il s'ensuit que si l'application des règles de transparence est limitée aux actions, les autorités chargées de détecter les abus du marché seront privées de la possibilité d'assumer les tâches qui leur incombent en ce qui concerne les marchés des créances.

17. La BCE remarque qu'en vertu de l'article 60 de la proposition de directive, la Commission fait rapport au Parlement européen et au Conseil sur l'extension éventuelle du champ d'application des dispositions fixant les obligations de transparence pré-négociation et post-négociation aux transactions portant sur des catégories d'instruments financiers autres que des actions, et ce quatre ans après l'entrée en vigueur de la directive au plus tard. Cependant, la BCE recommande à la Commission de reconsidérer le champ d'application des règles de transparence et de les étendre aux titres de créances ou à tous les instruments financiers admis sur les marchés réglementés. Si cela n'est pas possible, il conviendrait de ramener à deux ans le délai indiqué à l'article 60.

18. Cinquièmement, les règles relatives aux systèmes de compensation et de règlement. La BCE accueille favorablement la décision de la Commission de ne pas aborder la régulation de la compensation et du règlement dans la proposition de directive, et en accepte les raisons sous-jacentes telles qu'exprimées à la section V.1 de l'exposé des motifs. En effet, une compensation et un règlement efficaces des transactions sur valeurs mobilières sont essen-

tiels au fonctionnement ordonné des marchés des valeurs mobilières, au bon déroulement des opérations de politique monétaire et à la stabilité du système financier dans son ensemble. En raison de l'importance systémique que revêtent les opérateurs proposant ces services et de la complexité des considérations techniques et d'ordre public soulevées, il convient de réglementer ces types distincts de fonctions de marché séparément. D'autre part, le lien étroit entre la négociation et la post-négociation nécessite une régulation coordonnée. C'est pourquoi la BCE recommande à la Commission de mettre au point un régime de compensation et de règlement approprié. La BCE suit avec grand intérêt la discussion actuelle sur le contenu d'un programme communautaire relatif à l'infrastructure post-négociation et assure la Commission de son entier soutien pour l'élaboration des grandes lignes de la politique sous-jacente à toute action proposée.

19. Compte tenu des considérations qui précèdent, la proposition de directive se limite, en ce qui concerne la compensation et le règlement, à clarifier les droits des entreprises d'investissement et des membres et participants des marchés réglementés d'accéder librement aux systèmes de compensation et de règlement situés dans d'autres États membres. En vertu de l'article 32, paragraphe 1, les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement des autres États membres puissent accéder, directement et indirectement, aux systèmes de contrepartie centrale, de compensation et de règlement existant sur leur territoire aux fins du dénouement de transactions sur instruments financiers, et à ce que l'accès à ces infrastructures soit soumis aux mêmes conditions commerciales transparentes et objectives que celles qui s'appliquent aux participants nationaux. Notamment, les États membres ne sauraient limiter l'utilisation desdites infrastructures à la compensation et au règlement des transactions sur instruments financiers effectuées sur un marché réglementé ou une MTF existant sur leur territoire. De même, en vertu de l'article 32, paragraphe 2, les États membres veillent à ce que tout marché réglementé établi sur leur territoire offre à ses membres ou à ses participants directs, indirects et à distance, le droit de désigner le système de règlement des transactions sur instruments financiers effectuées via ses systèmes. La BCE soutient le point de vue selon lequel toutes les entreprises d'investissement doivent disposer des mêmes possibilités de devenir membres des marchés réglementés ou d'avoir accès auxdits marchés réglementés dans toute la Communauté, et partage l'avis selon lequel, quels que soient les modes d'organisation des transactions en vigueur dans les États membres, il importe d'abolir les restrictions techniques et juridiques à l'accès direct, indirect et à distance, aux marchés réglementés. Pour faciliter le dénouement des transactions transfrontalières, la BCE est aussi d'avis qu'il convient de prévoir que les entreprises d'investissement, y compris celles qui exploitent une MTF, puissent accéder aux systèmes de compensation et de règlement dans toute la Communauté, que les transactions aient ou non été conclues sur un marché réglementé de l'État membre concerné. S'agissant de l'accès et du choix des contreparties centrales, la BCE a déjà publiquement fait connaître sa position quant à la nécessité d'ouvrir l'accès afin de garantir aux fournisseurs de services des conditions de concurrence égales.

⁽¹⁾ Voir les nouvelles tendances de la négociation financière dans l'Union européenne à la page 8 de l'exposé des motifs.

20. La BCE estime comme la Commission que les entreprises d'investissement qui souhaitent adhérer directement aux systèmes de règlement de pays partenaires doivent se conformer aux exigences opérationnelles et commerciales conditionnant la qualité de membre, ainsi qu'aux mesures prudentielles visant à préserver le fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés financiers, comme il est indiqué au considérant 35. La BCE considère que l'expression «mesures prudentielles» ne se réfère pas au risque interne et aux mesures de contrôle du fournisseur de système, mais aux mesures mises en place par les autorités publiques chargées du fonctionnement ordonné des marchés financiers. Par conséquent, le libellé de la proposition de directive devrait faire ressortir ce point en incluant non seulement les mesures prudentielles mais aussi la surveillance, étant donné que le fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés financiers peut être également garanti par d'autres mesures réglementaires susceptibles d'exister au sein des États membres.
21. Conformément à l'article 32, paragraphe 2, le droit des membres ou des participants d'un marché réglementé de désigner le système de règlement des transactions sur instruments financiers effectuées *via* ses systèmes, est soumis, entre autres, à «la reconnaissance, par l'autorité compétente du marché réglementé, que les conditions techniques de règlement des transactions conclues sur ce marché réglementé *via* un autre système de règlement que celui qu'il a désigné sont de nature à permettre le fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés financiers». Eu égard au point précédent, il convient d'observer que d'autres autorités que les autorités de marché peuvent, conformément aux réglementations nationales, être compétentes pour garantir un fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés financiers, telles les autorités spécifiquement compétentes en matière de compensation et/ou de règlement de transactions sur valeurs mobilières (de marchés réglementés). Le libellé de l'article 32 devrait également prendre ces autorités en considération et éventuellement coordonner leurs rôles respectifs. Par ailleurs, il serait souhaitable d'imposer des obligations harmonisées minimales au lieu de soumettre le droit de désignation à une reconnaissance spécifique par l'autorité ou les autorités compétentes. À cet égard, il conviendrait de reconnaître l'intérêt et/ou la compétence des banques centrales en matière de fonctionnement harmonieux de la compensation et du règlement des valeurs mobilières. La BCE tient pour acquis que lorsque la Commission sollicitera l'avis du CERVM, elle donnera aussi mandat à ce dernier de consulter les BCN en ce qui concerne les mesures d'exécution visées à l'article 32, paragraphe 4.
22. La BCE constate que l'article 32, paragraphe 4, vise à créer des critères objectifs permettant aux autorités compétentes d'évaluer la désignation d'un système particulier par les membres ou participants indirects ou à distance d'un marché domestique réglementé. Il est essentiel de veiller à ce que les autorités compétentes ne soient pas perçues par les participants comme commettant des discriminations au profit des systèmes nationaux dans l'hypothèse où ces autorités n'autorisent pas une désignation donnée, à condition que leur décision soit fondée sur des critères objectifs et harmonisés. Lorsque les organes de décision concernés auront avalisé les recommandations du SEBC et du CERVM, celles-ci pourraient servir de référence pour les BCN et autres autorités compétentes.
23. Sixièmement, échange d'informations et exigences de publicité. La BCE accueille favorablement l'article 54, paragraphe 6, qui lève tous les obstacles juridiques à l'échange d'informations entre les autorités compétentes et les membres du SEBC, y compris les BCN et la BCE, aux fins d'exécuter leurs missions respectives. L'intégration croissante des marchés financiers au sein de l'Union européenne et de la zone euro requiert sans aucun doute des efforts décuplés pour coopérer et échanger des informations pertinentes avec célérité et efficacité. Cela devrait, en particulier, concerner les autorités de surveillance compétentes sur un plan multinational et multisectoriel, ainsi que les BCN.
24. Enfin, la BCE remarque qu'en vertu de l'article 56 de la proposition de directive, les États membres d'accueil peuvent exiger, à des fins statistiques, que toutes les succursales sur leur territoire leur adressent des rapports périodiques sur leurs activités. La BCE tient à souligner qu'un sous-groupe d'entreprises d'investissement et de succursales fait partie de la population de référence de la BCE devant respecter les obligations de déclaration statistique établies par la BCE telles que définies à l'article 1^{er} du règlement (CE) n° 2533/98 du Conseil du 23 novembre 1998 concernant la collecte d'informations statistiques par la Banque centrale européenne ⁽¹⁾. Afin de réduire la charge de déclaration, la BCE recommande aux autorités de vérifier les données statistiques déjà disponibles, en respectant toutes les obligations supplémentaires de collecte de statistiques leur incombant en vertu de l'article 56 de la proposition de directive. En outre, lorsque des statistiques sont collectées en vertu de cet article, la BCE estime qu'un échange d'informations serait souhaitable.
25. Le présent avis est publié au *Journal officiel de l'Union européenne*.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 12 juin 2003.

Le président de la BCE

Willem F. DUISENBERG

(¹) JO L 318 du 27.11.1998, p. 8.