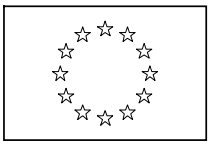


COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 15.11.2000
COM(2000) 729 final

COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

MODERNISATION DE LA DIRECTIVE CONCERNANT LES SERVICES D'INVESTISSEMENT (93/22/CEE)

COMMUNICATION DE LA COMMISSION
AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

MODERNISATION DE LA DIRECTIVE CONCERNANT LES SERVICES D'INVESTISSEMENT (93/22/CEE)

- SYNTHÈSE -

Le Conseil européen de Lisbonne a souligné l'importance stratégique des actions visant à promouvoir le développement des financements par le marché, qui sont un élément essentiel du renforcement de la prospérité économique de l'UE. La présente communication, dont la publication était prévue par le plan d'action sur les services financiers, propose un certain nombre de lignes directrices visant à une refonte en profondeur de la directive concernant les services d'investissement (DSI: 93/22/CEE). Son objectif est aussi de susciter en retour un maximum d'observations de la part des parties intéressées.

La DSI est la pierre angulaire de la législation communautaire applicable aux entreprises d'investissement et aux marchés de valeurs mobilières. Au cours des cinq ans qui ont suivi son entrée en vigueur, elle a permis de supprimer une première série d'obstacles réglementaires entravant la création d'un marché unique des valeurs mobilières. Le passeport unique conféré aux entreprises d'investissement agréées est largement utilisé. L'accès aux "marchés réglementés" et aux bourses a été libéralisé. La négociation à l'échelle paneuropéenne de titres cotés sur des places nationales a été facilitée.

De nouveaux défis:

La DSI doit néanmoins être modernisée pour l'adapter aux exigences du nouvel environnement des activités de négociation de titres. Les forces du marché, dont l'impact a été amplifié par la monnaie unique, poussent à la constitution d'un marché financier intégré. Les technologies de l'information révolutionnent les pratiques d'affaires et favorisent l'émergence d'une nouvelle génération de prestataires de services. L'effort général des acteurs du marché pour améliorer leurs performances, réduire leurs coûts et asseoir leur présence au niveau paneuropéen est en train de provoquer une restructuration profonde des infrastructures de négociation de titres. Les projets de fusions et d'alliances entre bourses sont l'aspect le plus visible des bouleversements en cours. L'intégration des mécanismes de compensation et de règlement, qui devrait améliorer l'efficience des transactions sur titres en Europe, est en train de s'accélérer.

Depuis l'introduction de la monnaie unique, ces transformations structurelles s'opèrent à un niveau paneuropéen. Le cloisonnement étanche des marchés financiers nationaux est progressivement remis en cause et les effets de transmission transfrontaliers sont de plus en plus importants. Le nombre de transactions transfrontalières est en augmentation constante. La valeur des décisions d'investissement prises par des investisseurs ou des émetteurs d'un État membre donné est de plus en plus tributaire des comportements sur les autres marchés de l'UE.

La réalisation des objectifs centraux de la régulation (protection des investisseurs, fonctionnement efficace et ordonné, stabilité du marché) suppose que les conditions suivantes soient remplies:

- confiance dans l'existence et l'application effective de techniques de gestion du risque agréées;

- clarté en ce qui concerne les rôles et responsabilités des différentes instances de régulation et de surveillance;

- coopération permanente entre autorités compétentes et convergence de leurs pratiques.

Priorités dans la révision de la DSI:

Ces défis ne pourront être relevés qu'en modernisant la DSI. Ce travail d'actualisation peut être entreprise sur la base des quatre priorités suivantes:

- ***Un véritable passeport pour les entreprises d'investissement***: l'utilité du passeport unique a trop souvent été compromise par d'importantes dérogations limitant leur champ d'application et l'application généralisée des normes du pays d'accueil. Pour que les entreprises d'investissement recueillent tous les avantages du passeport UE, il conviendra de progresser sur deux fronts: en premier lieu, passage au contrôle par le pays d'origine pour toutes les activités de gros; en second lieu, harmonisation ex ante judicieuse des codes de conduite professionnelle de protection des petits investisseurs, associée à des arrangements (non sectoriels) visant à faciliter la négociation, la conclusion et l'arbitrage au niveau des relations contractuelles transfrontalières.

- ***Nouvelles formes de prestations de services:*** les progrès technologiques ont conduit à l'émergence de nouveaux types de prestataires de services, comme les systèmes de négociations alternatifs (ATS) qui font concurrence aux entreprises d'investissement actuelles et, occasionnellement, aux fournisseurs d'infrastructures. La future DSI doit permettre aux autorités de surveillance des marchés de valeurs mobilières européens d'appliquer des normes de contrôle communes et taillées sur mesure à de tels systèmes, de manière à ce qu'ils puissent opérer dans l'ensemble de l'Union.

- ***Concurrence effective entre bourses et plateformes de négociation:*** la DSI doit autoriser les nouvelles bourses et plateformes de négociation apparues récemment sur le marché à concurrencer efficacement - et dans le respect de normes prudentielles - les institutions en place, de manière à ce qu'elles aient accès aux activités de négociation sans être gênées par des contraintes réglementaires ou prudentielles trop tatillonnes. Il faut aussi éviter que la compétition ne soit trop axée sur la recherche des possibilités d'arbitrage réglementaire, susceptibles de compromettre le fonctionnement ordonné et efficace des marchés et la protection des investisseurs. Quant au dispositif prudentiel régissant les bourses et plateformes de négociation européennes, il doit résulter d'une évaluation collective des risques et avantages du type "optimum de premier rang". Les dispositions de la DSI couvrant les "marchés réglementés" devront donc être étendues pour fournir une assise juridique à ces critères de référence fondamentaux - en particulier ceux relatifs à la transparence et à la divulgation d'information.

- ***La dimension transfrontalière croissante des activités de compensation/règlement:*** au niveau européen, le processus d'intégration des mécanismes de compensation connaît une accélération. Les évolutions en cours favorisent les gains en efficacité, mais elles induisent une concentration du risque systémique et accroissent les possibilités de conflit de lois. Dans ce nouveau contexte, il sera vital d'assurer la confiance mutuelle dans les techniques de gestion du risque et une bonne coopération prudentielle. Il est urgent que les parties intéressées prêtent une plus grande attention aux problèmes de compensation, en particulier aux obstacles techniques et juridiques entravant encore l'établissement de connexions entre systèmes de règlement de titres.

Une réponse législative appropriée

L'Europe a besoin d'une législation sur les services financiers qui puisse s'inscrire dans la durée. Il faut éviter des règles trop prescriptives et rigides, susceptibles d'être rapidement dépassées par l'innovation financière ou l'évolution du marché. Il convient plutôt de se doter d'une législation-cadre énonçant des principes directeurs, susceptibles de constituer le socle juridique d'un marché financier unique dynamique, ordonné et stable. De tels principes directeurs devront s'accompagner de mécanismes à même de fournir des orientations supplémentaires et d'assurer une interprétation uniforme. Sans ces mécanismes, les règles-cadres resteraient lettre morte.

La DSI modernisée doit fournir la base juridique commune d'un dispositif "intégré" de surveillance et d'application des règles prudentielles. La coopération en matière de régulation et de surveillance engagée dans le cadre du Forum of European Securities Commissions (FESCO) donne déjà de bons résultats et doit être intensifiée. La Commission, agissant dans les limites que lui imposent les dispositions du traité et le cadre institutionnel de l'Union, et s'inspirant des analyses du Comité des Sages sur les marchés de valeurs mobilières, examinera la manière dont elle pourra répondre au mieux aux besoins qui se manifestent en élaborant des propositions législatives d'actualisation de la DSI.

Le plan d'action sur les services financiers a souligné l'urgence politique de la révision et du renforcement du cadre législatif de l'Union régissant les marchés de valeurs mobilières. Le Conseil européen de Lisbonne a jugé qu'il était indispensable d'accélérer les travaux dans ce domaine et de les achever avant 2005. La présente communication lance une consultation étendue en vue de la modernisation d'un des principaux piliers de ce cadre législatif, la directive concernant les services d'investissement. Les observations sur les analyses et les problèmes présentés dans la présente communication, qu'elles proviennent du Parlement européen, des instances nationales de régulation et de surveillance, d'autres organisations au niveau de l'Union comme le FESCO, des professionnels et des utilisateurs du marché ou de toute autre partie intéressée, sont les bienvenues. L'annexe 1 reprend les principales questions pour lesquelles des commentaires sont souhaités.

Les observations doivent être adressées à la Commission avant le 31 mars 2001 (à l'attention de la DG MARKT F, avenue de Cortenbergh 107, 1040 Bruxelles. Courrier électronique: MARKT-ISD@cec.eu.int).

- COMMUNICATION DE LA COMMISSION -

1. INTRODUCTION

1.1. Mise en œuvre des conclusions du Conseil européen de Lisbonne

Le Conseil européen de Lisbonne a souligné que les efforts visant à l'établissement, d'ici 2005, de marchés financiers efficaces et intégrés devaient être une composante essentielle de la stratégie de l'Europe en matière de croissance et d'emploi. Il a considéré que les performances des marchés européens de valeurs mobilières devaient être mesurées sur la base de trois critères principaux: l'intégration, l'efficacité et la stabilité. Les politiques de l'Union dans ce secteur devront toujours veiller au respect des trois objectifs fondamentaux que sont la protection des investisseurs, le fonctionnement ordonné et efficace des marchés et la stabilité du marché.

Ces objectifs se renforcent mutuellement: l'intégration des marchés induira une mise en commun du potentiel de liquidité, permettra une allocation plus productive des capitaux et renforcera la concurrence entre prestataires de services. Les places boursières les plus efficientes devraient bénéficier d'un cercle vertueux grâce auquel elles attireront une liquidité plus importante, renforceront leur avantage compétitif et enregistreront des gains d'efficacité au niveau de la détermination des prix des titres européens. La stabilité prudentielle et la sécurité des transactions sont les deux caractéristiques essentielles de tout système de négociation.

Grâce au regroupement des potentiels nationaux de liquidité (auparavant fragmentés), l'épargne européenne pourra être investie plus productivement. L'évolution démographique rend nécessaire un complément sûr et productif aux prestations des régimes de retraite légaux. Les placements en valeurs mobilières sont en train de devenir un élément à part entière des stratégies d'investissement à moyen/long terme les plus efficaces. En outre, le regroupement de la liquidité offrira aux personnes cherchant à lever des fonds, en particulier les entreprises, une alternative souple et compétitive au crédit bancaire pour financer des investissements générateurs d'emplois. L'existence de marchés financiers profonds et liquides permettra aux entreprises de moduler de manière adéquate leurs structures financières et de compléter la chaîne de leurs financements, de l'étape de démarrage jusqu'à l'introduction en bourse (IPO). Les entreprises et les émetteurs obtiendront un meilleur prix pour leurs titres. L'accès à une gamme considérablement élargie d'investisseurs potentiels renforcera les mécanismes de recherche du prix (price-discovery) et assurera une détermination optimale du coût du capital. Enfin, les coûts d'intermédiation et de transaction (frais et commissions prélevés par les intermédiaires) seront durablement abaissés par la concurrence. L'appréciation selon laquelle les financements par appel direct au marché peuvent apporter des avantages substantiels aux investisseurs et émetteurs de l'UE ne saurait être remise en cause par les accès périodiques de volatilité et les corrections occasionnelles que connaît le marché.

Supprimer les obstacles à la libre circulation ne sera pas suffisant. Des mesures de régulation sont également nécessaires pour corriger les défaillances de marché et faciliter la confrontation efficace de l'offre et de la demande de capitaux. Un cadre réglementaire mettant l'accent sur l'accès au marché, les droits des actionnaires, la qualité de l'information financière, la sécurité juridique de la compensation et du règlement et la bonne exécution des contrats sera nécessaire pour que tous les avantages que peuvent apporter des systèmes basés sur le marché efficaces et stables se concrétisent. Le plan d'action sur les services financiers énumère une première série d'améliorations à la législation communautaire couvrant les marchés de valeurs mobilières, qui concernent notamment le passeport unique pour les émetteurs, les mesures de prévention des manipulations de marché et l'utilisation transfrontière des garanties[1].

Le dispositif réglementaire lui-même doit fonctionner efficacement. Les règles de l'UE doivent être claires et exhaustives, être transposées par les États membres, appliquées efficacement par les autorités de surveillance et pouvoir se prêter à des ajustements rapides. Si ces conditions sont réunies, de telles règles permettraient à la réglementation de s'adapter aux évolutions du marché, ce qui faciliterait l'émergence de marchés de valeurs mobilières intégrés et efficaces.

1.2. Transformations structurelles des marchés financiers de l'Union:

Le financement par appel au marché commence à menacer l'hégémonie traditionnelle du crédit bancaire dans la plupart des États membres. Le nombre des nouvelles entreprises émettant des actions connaît une croissance sans précédent[2]. Les investisseurs institutionnels et une nouvelle génération de courtiers compétitifs s'efforcent de capter l'épargne des ménages: dans certains États membres, plus d'un adulte sur trois possède aujourd'hui des actions. Les infrastructures de négociation subissent-elles aussi des transformations profondes. Les nouvelles technologies facilitent l'entrée sur le marché de prestataires de services qui peuvent concurrencer les opérateurs en place à tous les niveaux des mécanismes de négociation - des systèmes rudimentaires d'acheminement des ordres jusqu'aux systèmes offrant toutes les fonctionnalités d'une bourse. Les bourses traditionnelles, pour leur part, se sont engagées dans une course en vue de fournir aux émetteurs, investisseurs et intermédiaires une plateforme de négociation de dimension paneuropéenne. Ce contexte a favorisé l'émergence d'ambitieux projets de fusion et d'alliance entre bourses. La compensation (et, dans une moindre mesure, le règlement) est un aspect essentiel car il s'agit d'une composante importante des coûts pour les activités de négociation en Europe au niveau duquel des économies considérables sont réalisables en cas de consolidation/fusion. Les pressions exercées par les utilisateurs du marché remettent en cause la frontière entre systèmes de compensation/règlement nationaux et systèmes européens/internationaux.

---

1 COM(1999) 232 du 11.5.1999.

2 En 1999, un tiers du volume total des nouvelles actions émises sur les bourses européennes provenait de sociétés récemment cotées.

Ces transformations structurelles, accélérées par la suppression du risque de change dans la zone euro, ont acquis une dimension paneuropéenne. Les interdépendances entre marchés se renforcent à tous les niveaux. Les horizons d'investissement des fonds de placement et des investisseurs privés s'élargissent progressivement un à toute l'Europe. Les mêmes instruments financiers sont aujourd'hui négociables sur des bourses et des plateformes de négociation concurrentes disséminées dans toute l'Union. Les mêmes entreprises d'investissement se retrouvent parmi les adhérents des différentes bourses et servent les mêmes clientèles nationales. Enfin, les bourses et les nouveaux types de plateformes de négociation sont en concurrence par-delà les frontières pour capter les flux d'ordres et sont de plus en plus dépendantes de chambres de compensation/contreparties centrales issues d'un processus de consolidation.

2. ÉVALUATION DE LA DSI

2.1. Structure et conception

La DSI fournit le cadre juridique réglementaire et prudentiel régissant les entreprises d'investissement et certains aspects des bourses et des marchés sur lesquels elles opèrent. Elle s'articule autour de trois principaux piliers.

1. Passeport unique pour les entreprises d'investissement

La DSI autorise les entreprises d'investissement à fournir des services ou à établir des succursales dans d'autres États membres sur la base de l'agrément du pays d'origine. L'introduction de la reconnaissance mutuelle est complétée par une harmonisation des principes fondamentaux applicables à l'agrément initial et aux opérations courantes. À cet égard, les principes qui apparaissent comme particulièrement importants sont les principes de base relatifs à la structure organisationnelle et aux règles de conduite professionnelle des entreprises d'investissement. Les dispositions clés de la DSI sont complétées par la directive sur l'adéquation des fonds propres (93/6) et la DAFP II (98/31)[3]. Lorsque la DSI traite de questions d'harmonisation, elle se limite à énoncer des principes généraux.

L'activité type dont se sont inspirées les dispositions clés de la DSI est celle du négociateur/courtier traditionnel - cela apparaît clairement si l'on considère l'accent très fort qui est mis sur les règles régissant les transactions, cela en vue de protéger les investisseurs d'éventuels actes abusifs ou frauduleux de la part de l'entreprise d'investissement. La transposition nationale de ces dispositions tend également à refléter les modes traditionnels de prestation de services d'investissement, avec des séries de contacts entreprise/client basés sur des correspondances téléphoniques et écrites. La prise ferme ou le placement d'émissions bénéficient également d'un agrément DSI en tant que telles. Toutefois, les entreprises fournissant des services liés comme le conseil en placement et la conservation/administration de titres ne

[3] Ces directives définissent les réserves en fonds propres que les entreprises d'investissement sont tenues de constituer pour couvrir leurs positions et le risque de marché dans leur portefeuille de négociation. Étant donné que les questions d'adéquation des fonds propres font déjà l'objet d'un examen par les instances de régulation et de surveillance de l'Union, sur la base des travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, elles ne seront pas abordées de manière plus approfondie dans la présente communication.

bénéficient pas du passeport DSI, sauf si ces derniers services sont fournis de manière auxiliaire à l'un des "services principaux".

La DSI a permis de réduire la segmentation du marché au niveau des entreprises d'investissement et de l'accès aux "marchés réglementés". Le passeport unique a été utilisé par un très grand nombre d'entreprises. Les graphiques 1a et 1b qui figurent en annexe fournissent un certain nombre de données sur les notifications réalisées par des prestataires de services d'investissement (libre prestation ou succursales)[4].

2. Accès aux "marchés réglementés"

Corrélativement à la mise en place du passeport unique pour les entreprises d'investissement, la DSI a supprimé les restrictions légales limitant les possibilités d'adhérer ou d'accéder aux marchés réglementés, restrictions qui auraient considérablement réduit l'impact du passeport unique. La DSI interdit les restrictions quantitatives ou arbitraires limitant l'accès ou la possibilité d'adhérer aux "marchés réglementés". En outre, les marchés fonctionnant sur la base de systèmes de négociation électroniques sont tenus d'admettre des "membres à distance" situés dans d'autres États membres. Les membres en provenance d'autres pays de l'Union ou de pays tiers constituent aujourd'hui de 30 à 50 % du nombre total d'adhérents sur les places d'Amsterdam, Paris, Eurex, Francfort et représentent une part non négligeable de l'activité de négociation. Ce type d'évolution est fréquent, mais pas universel (certaines bourses, comme Madrid, n'acceptent pas des membres à distance). La DSI prévoit également un droit d'accès des participants originaires de pays partenaires aux mécanismes de compensation et règlement utilisés localement.

Les marchés réglementés sont autorisés à installer des écrans de négociation dans les États membres partenaires pour l'usage des "membres à distance" des autres États membres. Un petit nombre de bourses ont activement profité de cette possibilité. À cet égard, la DSI est un texte précurseur qui anticipait sur le climat de concurrence entre bourses qui prévaut actuellement.

Les "marchés réglementés" sont définis par référence à un certain nombre d'obligations réglementaires portant sur l'admission à la cote officielle, l'information financière et la transparence. L'accès d'un marché au statut de "marché réglementé" et l'octroi de droits spéciaux ou exclusifs à ces marchés continuent de relever de la seule compétence des autorités nationales. De plus, les autorités nationales ont la faculté d'exiger, afin de veiller à ce que les investisseurs bénéficient d'une meilleure interaction sur les prix, que certaines transactions passent obligatoirement par un "marché réglementé" (règle de concentration de l'article 14, paragraphe 3).

---

[4] Il convient d'ajouter à ces chiffres les établissements de crédit qui sont autorisés à fournir des services d'investissement sur la base des agréments délivrés conformément à la deuxième directive de coordination bancaire. Outre les dispositions de la 2DCB, ces entreprises sont soumises aux articles 4, 8, 10, 11, 12, 14, paragraphes 3 et 4, et 15 de la DSI. Dans de nombreux États membres, le nombre des entreprises en provenance de pays partenaires est largement supérieur à celui des entreprises agréées nationales. Il n'y a pas de statistiques sur la part de marché nationale correspondant aux entreprises de pays partenaires. Les entreprises ayant choisi l'option de la succursale sont relativement peu nombreuses, ce qui peut s'expliquer soit par le caractère assez onéreux des procédures de notification et d'agrément, soit par l'intérêt commercial limité de l'établissement d'une succursale.

3. Coopération prudentielle

Avant l'adoption de la DSI, les protections juridiques et les pratiques de surveillance différaient fortement d'un État membre à l'autre. Certaines dispositions importantes de la DSI prévoient des obligations qui s'imposent aux autorités compétentes nationales et précisent leurs responsabilités en matière de surveillance et d'application des dispositions réglementaires prévues par la directive. C'est ainsi que ses articles 22 à 27 assurent un minimum de convergence au niveau des fonctions de surveillance et préconisent une répartition claire des principales responsabilités en cas de partage des compétences entre diverses institutions ou organisme d'autorégulation. Ces dispositions ont permis des progrès significatifs au niveau de la convergence des pratiques de régulation et de surveillance. En outre, la DSI formalise les mécanismes généraux régissant la coopération, sur base continue ou dans des cas d'espèce, entre les autorités compétentes. Cette coopération est un préalable indispensable pour assurer la confiance des investisseurs et garantir l'intégrité du marché. La création récente du forum des commissions européennes de valeurs mobilières (FESCO) a permis de donner à la coopération entre autorités nationales compétentes une base plus structurée, bien que non contraignante.

2.2. Limites structurelles à l'efficacité de la DSI

La reconnaissance mutuelle des compétences nationales en matière d'agrément et de surveillance a, d'une manière générale, bénéficié aux marchés européens. Les définitions larges des concepts de base de la DSI ont été assez souples pour s'adapter aux évolutions des pratiques d'affaires et des méthodes prudentielles nationales. Toutefois, le caractère très général de nombreuses dispositions de la DSI, sans l'appui de lignes directrices plus détaillées ou de mesures d'application concrètes, présente également des inconvénients. C'est ainsi que les caractéristiques énumérées ci-après ont empêché une application pleinement efficace de la DSI:

- la trop forte dilution du principe du pays d'origine dans la DSI. De nombreuses dispositions de la directive admettent l'intervention ou le contrôle prudentiel du pays d'accueil au nom de la protection de l'intérêt général. Les dispositions les plus notables à cet égard sont celles des articles 13, 17, paragraphe 4, 18, paragraphe 2, et 19. De plus, l'article 11, paragraphe 2, stipule que la mise en oeuvre et le contrôle du respect des règles de conduite demeurent de la compétence de l'État membre "où le service est fourni"[5]. Bien qu'il y ait des raisons objectives pour admettre des interventions du pays d'accueil en vue de protéger les intérêts des investisseurs de détail, l'absence de mécanismes efficaces assurant une transition en douceur vers le principe du pays d'origine ou délimitant avec précision le champ de compétence du pays d'accueil constitue un des principaux défauts de la directive actuelle;

[5] En l'absence d'orientations claires permettant de déterminer l'État membre dans lequel le service est fourni, la plupart des autorités nationales appliquent les règles de conduite domestiques aux services fournis depuis l'extérieur à des investisseurs résidents.

- le manque de clarté de certaines dispositions ou définitions a conduit, au niveau national, à de nombreuses divergences dans leur application et leur interprétation. C'est notamment le cas pour la transposition des définitions des services de base, l'application des règles de conduite, la désignation des "marchés réglementés" et la prise de mesures conservatoires en cas d'urgence prévue à l'article 19. La DSI ne prévoit pas de mécanisme susceptible de fournir des orientations plus détaillées ou de favoriser des approches communes en matière d'interprétation et d'application de mesures d'harmonisation.

Ces difficultés ne pourront être surmontées que par une restructuration en profondeur de la DSI, laquelle permettrait de saisir les opportunités sans précédent offertes par le nouvel environnement des marchés de valeurs mobilières, tout en relevant les défis qu'il pose au niveau de la réglementation. Après avoir analysé l'impact sur la réglementation des évolutions actuelles du marché, la Commission a identifié un certain nombre de thèmes susceptibles de constituer les axes fondamentaux de la révision de la DSI. Ces thèmes sont regroupés en deux catégories: une première série de questions liées au fonctionnement du passeport unique pour les entreprises d'investissement et les prestataires de services et une deuxième série de questions liées aux transformations structurelles s'opérant au niveau des bourses et des infrastructures de négociation.

3. UN PASSEPORT UNIQUE PLEINEMENT OPERATIONNEL

3.1. Clarifier et étendre les droits attachés au passeport

Le champ d'application du passeport DSI est limité par de nombreuses exceptions. L'article 2, en ses paragraphes 2 et 4, prévoit ainsi un large éventail de dérogations dont certaines peuvent ne plus être pertinentes[6]. Certains services auxiliaires - de conservation en particulier - pourraient également bénéficier de plein droit de l'agrément prévu par la DSI. Si le transfert d'un service auxiliaire à la catégorie des services de base est envisagé, il conviendra néanmoins de vérifier que les dispositions de la DSI permettent bien de traiter les questions prudentielles soulevées par le service concerné. Enfin, il conviendra de veiller à ce que les avantages concrets du passeport DSI fassent plus que contrebalancer les coûts de mise en conformité avec la réglementation (adéquation des fonds propres, etc.).

Les autorités compétentes nationales divergent parfois dans leurs approches, dans la mesure où elles peuvent appliquer des dispositions différentes de la DSI aux mêmes services de base. C'est ainsi que certains États membres ont établi des règles de conduite professionnelle spécialement adaptées aux services de réception/transmission alors que d'autres ont préféré couvrir les services de courtage limités à l'exécution des ordres. Une entreprise agréée dans un État membre peut donc être soumise à un régime prudentiel qualitativement différent lorsqu'elle opère dans un autre État membre. Une meilleure cohérence au niveau des approches nationales devrait faciliter les prestations transfrontalières de services et l'émergence de "business models" fondés sur les nouvelles technologies. Les nouvelles méthodes et structures pour la prestation de services d'investissement peuvent être compatibles

[6] Eu égard à l'évolution des pratiques de marché, il convient d'accorder une attention particulière à la relation entre les services visés à l'article 2, paragraphe 2, lettre g), et les services liés à la réception et/ou à la transmission d'ordres.

avec les codes de conduite existants. En conséquence, la réduction des incertitudes concernant la manière dont les différentes dispositions de la DSI sont appliquées et adaptées aux divers services de base pourrait être doublement bénéfique.

- *Pour garantir le fonctionnement efficace du passeport unique des entreprises d'investissement, il convient de réexaminer les dérogations prévues à l'article 2, paragraphes 2 et 4, et d'apprécier s'il y a lieu de transférer un ou plusieurs des services auxiliaires à la catégorie des services de base.*

- *La DSI révisée doit indiquer clairement les modalités selon lesquelles ses différentes dispositions doivent être appliquées aux différents services de base, de manière à éviter des divergences trop prononcées dans les régimes prudentiels nationaux, lesquelles entraveraient la prestation transfrontalière de services. Dans les observations à la présente communication, veuillez indiquer quelles sont, à votre avis, les dispositions de la DSI qui sont le plus susceptibles d'être appliquées de manière divergente, en précisant comment elles devraient être adaptées aux différents services de base.*

3.2. Protection des investisseurs et traitement des chevauchements dans les périmètres de surveillance

L'absence de sûreté juridique et le risque de conflit de lois constituent la difficulté la plus fréquemment rencontrée dans le fonctionnement du passeport DSI. Comme cela est autorisé par certaines dispositions clés de la DSI, les autorités du pays d'accueil appliquent généralement les règles de conduite et de publicité nationales ainsi qu'un certain nombre d'exigences portant sur la structure organisationnelle ou de nature prudentielle (détention de fonds appartenant au client) lorsque les services sont fournis à des investisseurs nationaux. Ce chevauchement des régimes prudentiels entrave les prestations transfrontalières de services, en particulier pour les services de courtage/négociation.

Enfin, le passeport unique ne sera pleinement efficace que s'il repose systématiquement sur le principe du pays d'origine pour ce qui concerne la surveillance des obligations des entreprises par rapport au marché et de leur loyauté envers la clientèle. Or, il est clair qu'actuellement un certain nombre de dispositions de la DSI privilégient l'application par le pays d'accueil ou donnent une importance excessive aux dérogations fondées sur l'"intérêt général". Ces exceptions à la philosophie sous-jacente de la directive - le principe du pays d'origine - doivent être réexaminées d'un oeil critique, en évitant toutefois d'affaiblir la protection des investisseurs. Les autorités du pays d'accueil sont souvent les mieux placées pour surveiller et appliquer les règles de protection des investisseurs et détecter les cas de violation de ces règles.

Dans les travaux visant à renforcer l'efficacité du passeport unique, il conviendra d'établir une distinction entre services fournis à des contreparties professionnelles et services fournis à des investisseurs de détail. Pour les services fournis à des investisseurs professionnels, la Commission estime qu'il est inutile de procéder à une harmonisation supplémentaire pour mieux assurer la compétence exclusive du pays d'origine dans l'application des dispositions prudentielles et des règles de conduite. Dans sa communication sur l'article 11 de la DSI, elle présente une analyse détaillée

(et non contraignante) des raisons pratiques et des motifs de fond plaidant en faveur de cette approche[7]. Le récent accord du FESCO sur la frontière entre investisseurs professionnels et de détail fournit une base consensuelle et pratique facilitant l'identification des investisseurs professionnels pour lesquels il n'y aura pas lieu d'appliquer les règles de conduite du pays d'accueil. La révision de la DSI doit être l'occasion de donner un fondement juridique solide à cette approche, qu'il conviendra d'appliquer aux règles de conduite professionnelle en matière de loyauté envers la clientèle, mais aussi au niveau de la publicité et des obligations des entreprises envers le marché.

En ce qui concerne les investisseurs de détail, la transition vers la surveillance des services d'investissement par le pays d'origine devra être gérée avec prudence. Il est indéniable que les autorités du pays d'accueil ont aujourd'hui l'avantage de constituer une première ligne de défense pour la détection et la poursuite des irrégularités commises au détriment d'investisseurs de détail. De plus, les règles de conduite professionnelle des différents États membres sont actuellement trop différentes pour offrir un degré de protection comparable à tous les investisseurs de détail. Dans ces conditions, la possibilité d'engager un recours sur leur propre territoire est probablement considérée, par les investisseurs de détail, comme un avantage de nature à renforcer leur confiance.

La Commission examine actuellement selon quelles modalités pratiques ces préoccupations peuvent être prises en compte. Il est clair que les investisseurs de détail doivent pouvoir profiter des principales protections offertes par les dispositions prudentielles et réglementaires de leur pays de résidence. La directive sur les ventes à distance harmonisera les exigences relatives à l'information générale fournie aux acheteurs de services financiers et d'investissement commercialisés et vendus à distance. Le FESCO travaille actuellement au rapprochement des règles de conduite applicables pour les investisseurs de détail. Un certain nombre de difficultés pratiques subsistent toutefois. C'est ainsi que lorsque la relation entreprise-consommateur repose sur des conventions écrites ou autres arrangements contractuels, la détermination de la législation applicable est régie par la convention de Rome. De ce fait, il se peut que certaines règles contraignantes du pays du consommateur soient appliquées en vertu du contrat régissant la relation client-entreprise. Enfin, il est sans doute nécessaire de renforcer les mécanismes de coopération prudentielle afin d'instaurer un climat de confiance mutuelle dans l'application effective de mesures communes de protection des investisseurs. Tous ces problèmes - qui ne sont pas particuliers aux services d'investissement - devront recevoir des solutions.

La directive sur le commerce électronique représente déjà un pas décisif en direction du principe du pays d'origine pour tous les services d'investissement fournis électroniquement. La révision de la DSI doit elle aussi préparer le terrain à une application systématique du principe du pays d'origine. À l'avenir, les compétences résiduelles du pays d'accueil devront être strictement délimitées et se borner essentiellement aux règles de conduite professionnelles garantissant la loyauté envers les clients de détail. Dans les cas où la compétence du pays d'accueil pourra

---

[7] Communication de la Commission COM(XX) 2000 : L'application des règles de conduite prévues à l'article 11 de la DSI. Nov. 2000.

exceptionnellement être admise, il conviendra de préciser les conditions qui, une fois remplies, entraînent son extinction automatique.

- *La surveillance par le pays d'origine doit être mise en œuvre sans condition préalable pour les services fournis à des contreparties professionnelles. Outre les règles de conduite professionnelle, y a-t-il d'autres dispositions de la DSI susceptibles d'incorporer une distinction investisseurs professionnels/de détail d'une manière qui soit à la fois claire et opérationnelle?*

- *Dans les réponses, veuillez insister sur les aspects réglementaires et prudentiels pour lesquels il vous paraît souhaitable que le pays d'accueil conserve certaines compétences à titre transitoire. Quelles conditions devront-elles être réunies comme préalables à un démantèlement progressif des responsabilités résiduelles du pays d'accueil?*

  Dans vos réponses à ces questions, veuillez prendre en compte l'analyse développée par la Commission dans sa communication sur l'article 11 de la DSI.

3.3. De nouveaux acteurs: les systèmes de négociation alternatifs

Les technologies de l'information ont réduit les barrières à l'entrée à tous les niveaux des activités de négociation de titres, qu'il s'agisse de la fourniture de services de courtage/négociation, du simple acheminement/transmission d'ordres, ou de la mise en place de plateformes sophistiquées de confrontation et d'exécution des ordres. Pour ces dernières activités, les nouveaux entrants peuvent maintenant offrir un éventail de fonctions les rapprochant de véritables bourses et plusieurs d'entre eux ont déjà été agréés en qualité de "marchés réglementés".

Il existe de nombreuses incertitudes en ce qui concerne le traitement réglementaire et prudentiel que la législation européenne doit prévoir pour les systèmes de négociation alternatifs (ATS), dont certains ont été agréés dans divers États membres en qualité d'entreprises d'investissement. Les utilisateurs de ces systèmes doivent être protégés de manière adéquate et l'interaction avec l'ensemble des activités de négociation de titres doit être optimisée. Le problème central est de savoir si les dispositions de la DSI (et des législations nationales) applicables aux entreprises d'investissement tiennent suffisamment compte des risques réglementaires potentiels que présentent ces nouvelles entités. Les ATS ne constituent pas un groupe homogène[8]. Toutefois, l'analyse détaillée entreprise dans le cadre du FESCO révèle que ces systèmes sont très souvent assimilés à des entreprises d'investissement[9]. Sur la base d'une évaluation au cas par cas du profil de risque réglementaire présenté par les ATS, on peut envisager une application modulée des règles d'organisation (article 10) et de conduite (article 11), de manière à neutraliser les risques supplémentaires susceptibles de nuire aux investisseurs ou au fonctionnement ordonné des marchés.

---

8 Certains ATS ne fournissent qu'un point de rencontre électronique rudimentaire (kiosque électronique) pour la confrontation des ordres, alors que d'autres se rapprochent étroitement de systèmes électroniques assurant les fonctions de courtiers intermédiaires ou de carnets d'ordre.

9 *"The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe"*: FESCO 00-064C, 25.9.2000. Ce document est disponible à l'adresse *www.europefesco.org.*

Les instances de régulation des marchés nationaux de valeurs mobilières proposent d'appliquer cette solution, qu'elles jugent être la meilleure approche à court terme pour la surveillance des ATS. Sans préjudice des interprétations éventuelles de la Cour de justice quant à la compatibilité de cette approche avec la DSI, la Commission considère qu'il s'agit d'une solution transitoire commode. Il sera indispensable de veiller à ce que toute obligation supplémentaire soit appliquée de manière uniforme pour ne pas léser les droits conférés aux entreprises d'investissement agréées au titre du passeport unique.

Cette solution pragmatique ne saurait être définitive. Certains ATS sont des systèmes de négociation organisée attirant d'importants volumes de transactions sur instruments financiers et ils seront donc exposés aux mêmes risques que les bourses et les "marchés réglementés". Pour ces ATS, il y a donc lieu de préserver la confiance du marché, la transparence et le caractère ordonné et efficace des transactions, ce qui pourrait exiger de leur appliquer les dispositions régissant les "marchés réglementés". Or, la DSI impose actuellement une dichotomie stricte entre "entreprises d'investissement", d'une part, et "marchés réglementés", d'autre part. En l'état, cela interdit donc d'extrapoler aux entreprises d'investissement des dispositions régissant les "marchés réglementés". Dans ces conditions, la révision de la DSI pourrait autoriser une application (raisonnée) des dispositions définissant les obligations en matière d'information, de transparence et de publicité à ceux des ATS qui ressemblent le plus à des marchés boursiers.

- *Quels sont ceux des principes et obligations des articles 10 et 11 qui vous paraissent les plus pertinents pour s'appliquer aux situations dans lesquelles des systèmes de négociation alternatifs (ATS) fournissent des services d'infrastructure? D'autres éléments du régime des "entreprises d'investissement" vous semblent-ils applicables aux ATS?*

- *En vue de bâtir une approche fonctionnelle de la réglementation des ATS, quels éléments du cadre réglementaire applicable aux "marchés réglementés" (divulgation d'informations, transparence, surveillance et application de la législation) vous semblent les plus pertinents pour les différents types d'ATS?*

4. MARCHES REGLEMENTES ET INFRASTRUCTURES DE NEGOCIATION

En élargissant la base d'adhérents des bourses et marchés réglementés, la DSI a indirectement favorisé la concurrence entre systèmes de négociation. L'incitation à accroître les volumes de transaction a été accentuée par le mouvement général vers la "recherche de profits". De nombreuses bourses ont exploité les possibilités implicites offertes par les réseaux à adhésion ouverte. La concurrence entre bourses s'intensifie. Les possibilités de réduire encore le coût des transactions par l'application de nouvelles technologies sont limitées car de nombreuses bourses européennes opèrent déjà à la frontière technologique. La voie la plus prometteuse pour augmenter les revenus futurs est donc l'accroissement des volumes de transactions, qui permet de réaliser des économies d'échelle et de gamme. Certaines bourses et les nouveaux entrants s'efforcent d'atteindre une taille paneuropéenne par voie de croissance interne. D'autres bourses recherchent au contraire des alliances ambitieuses ou de véritables fusions, avec à la clé une concentration significative des volumes de transaction et la constitution de marchés de titres plus profonds et plus liquides. Les avantages ne se limitent pas aux gains d'efficience permis par les économies d'échelle

et de gamme: certaines améliorations plus difficilement quantifiables (liquidité accrue, meilleure interaction des prix) seront en fin de compte beaucoup plus significatives. Pour accompagner et optimiser ces évolutions, la DSI pourrait faire l'objet d'un certain nombre d'ajustements ou d'ajouts qui viseraient à:

(1) Promouvoir une concurrence efficace entre bourses pour la captation des flux d'ordres ("passeport");

(2) Clarifier les exigences réglementaires applicables aux "marchés réglementés" afin de conserver aux mécanismes de négociation leur caractère ordonné et efficace ("principes directeurs");

(3) Promouvoir la transparence de la formation des prix des titres, au niveau de chaque bourse et à celui de l'infrastructure globale de négociation;

(4) Forger une approche collective des problèmes d'intégration et de surveillance des fonctions de compensation/règlement de titres.

4.1. Un passeport unique pour les "marchés réglementés"

Si la DSI a joué un rôle précurseur en autorisant les marchés électroniques à installer des écrans de négociation dans d'autres États membres, elle n'a pas accordé aux "marchés réglementés" l'intégralité des droits attachés au passeport unique. Pour faciliter la prestation de services de négociation portant sur une gamme élargie de titres européens, il conviendra donc de revoir la définition et les dispositions de la DSI concernant les "marchés réglementés".

Le concept de "marché réglementé" de l'article 1er, paragraphe 13, est partiellement défini par une référence à l'obligation d'admettre les valeurs mobilières à un système de cotation (sont notamment visées les conditions d'admission à une cote officielle prévues par la directive 79/279). Ces conditions d'admission à la cote constituent une première ligne de défense en vue d'assurer la qualité des instruments négociés sur les marchés et l'information adéquate des investisseurs. Un certain nombre de problèmes se posent en raison de l'incertitude qui prévaut quant à la façon dont les "marchés réglementés" doivent satisfaire à leurs obligations pour faire en sorte que toutes les valeurs mobilières remplissent les critères exigés pour une "cotation officielle" (comme prévu par la directive 79/279)[10]. Jusqu'à présent, la pratique consacrée par l'usage veut que tout marché réglementé doit assurer des fonctions de cotation pour tous les titres qu'il admet à la négociation. Cette obligation faite aux "marchés réglementés" d'assurer la cotation officielle des titres avant de pouvoir les négocier peut augmenter de manière significative les coûts: de ce fait, tous les marchés et bourses en concurrence n'auront pas la même capacité d'assurer la négociation d'un titre particulier. Il conviendra donc de découpler les obligations en matière d'admission à la cote de celles prévues pour l'admission à la négociation si l'on veut favoriser une compétition plus active entre systèmes de négociation. De plus, des évolutions structurelles comme la démutualisation des bourses exigent de redéfinir la façon dont les objectifs d'admission à la cote et d'information du public doivent être

[10] Directive 79/279 du 5.3.1979 (JO L 66.du 16.03.1979). Les incertitudes concernant le respect des exigences de cotation officielle sont encore plus fortes pour les valeurs mobilières qui ne sont pas couvertes par la loi 79/279. Dans ce cas, l'obligation de préparer un prospectus d'offre publique pour toutes les valeurs mobilières émises sur un marché constitue néanmoins un garde-fou.

atteints. Avant d'envisager des modifications aussi ambitieuses, il convient toutefois de trouver une base équitable pour le partage des frais liés au fonctionnement d'un système de cotation et à la satisfaction des exigences liées, comme la publication des informations susceptibles d'influer sur les prix. Si des arrangements appropriés ne sont pas trouvés, les bourses de valeurs à finalité commerciale pourraient chercher à abandonner leurs coûteuses fonctions de cotation, tout particulièrement si elles considèrent que des concurrents profitent indûment des services de cotation qu'elles assurent. Cela pourrait remettre en cause les importantes fonctions d'"intérêt général" assurées par la cotation. L'actualisation de la définition des "marchés réglementés" doit être conçue comme un premier pas dans la mise en œuvre de ces aménagements, mais ces derniers réclameront également un réexamen des dispositions de la directive 79/279[11].

La règle de concentration de l'article 14, paragraphe 3, de la DSI donne aux États membres la possibilité d'exiger que les transactions portant sur certains instruments financiers soient effectuées sur un "marché réglementé". Le but de cette disposition est d'améliorer la protection des investisseurs en limitant les transactions "hors marché" aux seuls investisseurs professionnels. Cette règle risque toutefois d'entraîner une concentration artificielle des transactions sur ces instruments financiers dans un marché réglementé particulier. La protection des investisseurs serait mieux assurée par des dispositions appropriées s'adressant aux participants aux marchés agissant pour le compte d'investisseurs, et par une application stricte de l'obligation d'exécuter les ordres avec diligence. Pour s'assurer que la concurrence entre "marchés réglementés" ne sera pas soumise à des restrictions arbitraires ou disproportionnées, il pourrait être utile d'examiner dans quelle mesure la "règle de concentration" continue à se justifier, du moins dans sa forme actuelle.

L'article 15, paragraphe 5, de la DSI autorise les États membres à restreindre la création de nouveaux marchés sur leur territoire. Comme le reconnaît l'OICV, le souci légitime de garantir la saine gestion et le fonctionnement ordonné des marchés justifie que les bourses soient soumises à des procédures appropriées d'agrément et d'autorisation. Toutefois, les règles actuelles devront être revues afin de veiller à ce qu'elles ne puissent pas être utilisées pour entraver les activités des "marchés réglementés" autorisés par les autorités d'autres États membres.

La Commission tient également à souligner que le renforcement de la concurrence entre bourses à finalité commerciale exigera aussi un surcroît de vigilance de la part des autorités de concurrence, qui devront parer à d'éventuelles pratiques anticoncurrentielles consistant à s'assurer le contrôle de l'accès à des réseaux de négociation propriétaires. L'arrivée de nouveaux opérateurs à la pointe de la technologie ou la concurrence des marchés de pays tiers peuvent certes limiter ce danger en accroissant la contestabilité au niveau des bourses/systèmes de négociation, mais il n'en reste pas moins qu'une concentration excessive des volumes de transaction dans un ou plusieurs systèmes de négociation privés serait une source de préoccupation. Ces inquiétudes seraient particulièrement justifiées si la concentration horizontale au niveau du système de négociation s'accompagnait d'une

---

[11] Outre le problème du lien entre cotation et admission à la négociation, la directive 79/279 manque de clarté en ce qui concerne la portée de certains concepts de base, en particulier les notions de "cote officielle" et de "bourse". Cela pourrait entraîner des incohérences au niveau de la qualité des titres négociés sur les différents "marchés réglementés" et à celui des obligations d'information associées.

intégration verticale unissant mécanismes de négociation et de compensation/contrepartie centrale. Les avantages en termes de réduction des coûts d'un traitement intégré ("straight through processing"), seraient alors insuffisants pour compenser les conséquences anticoncurrentielles d'une position dominante sur l'infrastructure de négociation.

- *Les obligations imposées aux "marchés réglementés" au niveau des conditions d'admission à la cote et à celui des critères de participation à la négociation doivent être clarifiées. Il conviendra de procéder parallèlement à une actualisation de la directive 79/279. Quelles conditions sont requises pour que cette approche soit mise en œuvre avec succès, c'est-à-dire en préservant la bonne diffusion de l'information et en sauvegardant la qualité des transactions sur titres?*

- *La règle de concentration de l'article 14, paragraphe 3, et la faculté d'interdiction de l'article 15, paragraphe 5, doivent être réexaminées en vue d'assouplir toutes les restrictions disproportionnées ou inutiles faisant obstacle au développement de l'activité transfrontalière des "marchés réglementés".*

4.2. Des principes directeurs pour les "marchés réglementés"

La DSI assure une convergence limitée dans la mesure où elle définit les conditions que marchés et bourses doivent respecter pour maintenir la confiance dans le marché et assurer sa stabilité. Les récentes transformations structurelles ont démontré que les divergences au niveau des exigences réglementaires et prudentielles appliquées peuvent sérieusement compliquer l'intégration des mécanismes de négociation. L'harmonisation des règles de négociation est un préalable indispensable à l'unification du marché. Il est également nécessaire d'adopter une démarche réglementaire et prudentielle commune dans d'autres domaines.

Pour que les informations revêtant une importance significative soient d'une qualité élevée et divulguées en temps voulu sur une base équitable, il est indispensable d'appliquer des critères communs au niveau des conditions d'admission à la cote, des prospectus, de l'informations périodique et de la divulgation d'informations sensibles sur les prix. Un modèle commun en matière de transparence et d'information est donc essentiel, en particulier lorsque les transactions sont fortement sensibles aux exigences de transparence. D'éventuelles disparités au sein d'un réseau de négociation entraîneraient une concentration des transactions au point où les obligations de transparence sont le moins exigeantes, compromettant ainsi l'efficacité de l'établissement des prix dans le marché unifié. Les règles d'adhésion au marché et les critères d'accès au marché doivent être alignés afin d'empêcher les participants de procéder à des arbitrages entre les différents points d'entrée à la plateforme intégrée. Le contenu et le mode d'application de tout critère d'adhésion ou d'admission doivent être non discriminatoires et objectifs. Enfin, il convient de développer des approches équivalentes en matière de contrôle et d'application des règles et de sanctions afin d'assurer partout un même niveau de dissuasion des prises de risques et une sévérité égale des sanctions.

Faire en sorte que l'impact de l'intensification de la concurrence entre bourses sur le marché financier européen ne nuise pas à son fonctionnement transparent, efficace et ordonné constitue un énorme défi sur les plans réglementaire et prudentiel. Deux questions réclament une attention spéciale. En premier lieu, l'intégration sans cesse

plus étroite des marchés de valeurs mobilières fait que les bourses, dans leur compétition pour capter les volumes de transaction, pourraient être tentées d'utiliser les disparités dans les domaines réglementaire ou prudentiel. Lorsque les activités de négociation se révèlent sensibles aux coûts liés à la réglementation, le danger est de voir apparaître une concurrence entre régimes de régulation, concurrence qui se traduirait par une détérioration de la transparence et de l'efficacité de l'ensemble des marchés de valeurs mobilières de l'UE. En second lieu, les approches réglementaires de l'UE doivent être réévaluées en prenant en compte l'importance croissante des effets de transmission: en effet, les évolutions sur un marché réglementé national peuvent avoir des répercussions immédiates - et parfois majeures - sur les activités de négociation dans les autres États membres. Les mesures visant à assurer l'intégrité du marché, la confiance et la stabilité ne peuvent donc plus être conçues et appliquées isolément.

L'Union doit se forger une approche commune en matière de réglementation. Les intérêts en jeu ne sont pas simplement ceux des États membres dans lesquels se situent les bourses engagées dans des processus de fusion. Les entreprises d'investissement, les investisseurs, les émetteurs et les fournisseurs d'infrastructures de tous les États membres sont directement concernés. Il serait inacceptable que les arrangements réglementaires ou prudentiels régissant une part importante des transactions sur titres en Europe évoluent sur une base ad hoc en fonction des exigences techniques qu'imposerait telle ou telle fusion/alliance entre bourses. Une telle dérive - où chaque fusion/alliance majeure donnerait naissance à son propre corpus de solutions réglementaires et prudentielles - menacerait en outre de perpétuer les disparités prudentielles et réglementaires au sein de l'UE.

Les dispositions de la DSI relatives aux "marchés réglementés" doivent être renforcées afin de disposer d'un corps de principes communs régissant des aspects comme le fonctionnement ordonné du marché, la divulgation d'information et la transparence, l'intégrité du marché et les normes de contrôle et d'application. L'incorporation de principes directeurs à la législation de l'UE devra permettre d'accompagner en souplesse les transformations structurelles qui affectent le paysage boursier:

- en limitant les incertitudes juridiques concernant la loi applicable ou la juridiction compétente pour les "marchés réglementés" qui sont présents, actifs, ou susceptibles d'être soumis à une surveillance prudentielle dans plusieurs États membres;

- en donnant un fondement juridique au devoir de coopération qui s'impose aux autorités de surveillance des marchés, y compris par la définition d'arrangements pratiques destinés à faciliter la collaboration entre autorités administratives et organismes d'auto-réglementation;

- en partant de l'acquis que constituent les mécanismes et dispositions déjà appliqués en vertu d'autres textes législatifs de l'UE portant sur les services financiers. À cet égard, il conviendrait de prendre en considération les exigences d'adéquation des fonds propres (pour garantir que les "marchés réglementés" ont bien la capacité de gérer des systèmes de marchés), la couverture des grands risques, les critères d'honorabilité et de compétence pour les gestionnaires et les mécanismes applicables en cas d'acquisition de participations qualifiées (pour éviter les conflits d'intérêts susceptibles d'affecter les structures de gouvernance);

- en améliorant la transparence, tant au niveau des opérateurs du marché qu'à celui des autorités de surveillance, pour ce qui est des règles visant à assurer le caractère équitable et ordonné de la négociation, des conditions de fonctionnement et des structures de propriété.

Les autorités prudentielles nationales, réunies dans le cadre du FESCO, ont élaboré une série de "normes applicables aux marchés réglementés" de portée générale. Ces normes fournissent un point de référence utile pour un approfondissement de la réflexion dans les domaines évoqués ci-dessus.

Enfin, le dernier point à examiner -en vue d'étoffer, dans le cadre de la révision de la DSI, les principes directeurs applicables aux "marchés réglementés"- porte sur l'ampleur de la couverture des activités de négociation de titres. Une première option consisterait à couvrir uniquement les "marchés réglementés" offrant un accès public aux transactions sur titres de propriété, au motif que c'est dans ce segment que l'économie "réelle" et les petits investisseurs sont le plus fortement exposés à des risques. La deuxième option consisterait à étendre la couverture à tous les systèmes organisés offrant un accès public aux transactions, quels que soient les instruments financiers négociés (y compris les dérivés sur produits de base et tout autre instrument non repris dans l'annexe B de la DSI). Cette dernière approche pourrait exiger une application modulée des principes directeurs pour tenir compte du fait que l'organisation de la négociation varie selon les instruments négociés, ce qui pose des problèmes prudentiels spécifiques qui sont fonction du modèle de marché et de la proportion dans laquelle les activités sont dominées par les opérations entre professionnels.

- *Dans leur état présent, la définition et les dispositions de la DSI relatives aux "marchés réglementés" ne permettent pas de traiter de manière satisfaisante les problèmes soulevés par l'intensification de la concurrence et la conclusion d'alliances entre bourses. Selon vous, dans quels domaines l'arbitrage réglementaire entre bourses risque-t-il de compromettre le fonctionnement ordonné, efficace et transparent des marchés de valeurs mobilières?*

- *Les principes directeurs doivent-ils couvrir uniquement les activités de négociation de titres accessibles au public, ou convient-il d'étendre leur application à tous les marchés organisés, quels que soient les instruments financiers négociés? Les principes directeurs doivent-ils être modelés en fonction des risques réglementaires et prudentiels associés aux différents types de marchés ou de transactions? Quelles dispositions conviendra-t-il d'appliquer de manière modulée?*

- *Estimez-vous nécessaire d'inscrire certains de ces principes dans la législation communautaire? Selon quelles modalités? Quels sont les objectifs réglementaires qui doivent être privilégiés?*

4.3. Transparence:

Un degré élevé de transparence est la marque distinctive d'un marché efficace et constitue la meilleure sauvegarde des intérêts des investisseurs. Malgré l'article 21 de la DSI, les inégalités dans le degré de transparence des divers marchés réglementés de l'Union restent énormes. Les nouveaux systèmes électroniques de traitement des ordres, qui sont en passe de devenir le modèle dominant pour les transactions sur titres de propriété, sont les plus susceptibles de bénéficier de dispositions visant à promouvoir une transparence effective. Plutôt que de prescrire des pratiques de marché excessivement détaillées, il paraît préférable de formuler des obligations quant aux résultats à atteindre.

Les divergences sont particulièrement fortes au niveau de la transparence exigée pour les activités de négociation impliquant des investisseurs institutionnels. Sur plusieurs marchés européens, ces opérations sont effectuées "hors marché", ce qui peut induire une plus faible liquidité globale des titres négociés et des difficultés dans l'établissement des prix. Compte tenu de la concurrence agressive que se livrent les marchés pour capter ce type d'activités, il pourrait être nécessaire de développer des solutions communes pour éviter que des blocs de transactions opaques ne viennent indûment fausser les mécanismes d'établissement des prix au détriment des autres catégories d'investisseurs, les petits investisseurs en particulier.

La segmentation des activités de négociation de titres en fonction des frontières nationales, administratives ou monétaires, ne doit pas être remplacée par une solution reposant exclusivement sur le marché et qui n'assurerait que des liens techniques et réglementaires insuffisants entre systèmes de négociation. S'il doit subsister plusieurs plateformes de négociation en Europe, il sera probablement souhaitable de promouvoir l'interaction entre leurs divers mécanismes d'établissement des prix. Il conviendra toutefois d'éviter une réglementation qui imposerait au marché des architectures ou des solutions particulières. Il est préférable de promouvoir la transparence et l'efficacité de l'interaction sur les prix et d'en optimiser les avantages. Sans cela, les bénéfices potentiels d'un marché intégré unique ne seront pas pleinement exploités. Il faut enfin examiner un autre problème: le risque que les informations sensibles (susceptibles d'influer sur les prix) ne soient pas accessibles aux investisseurs dans les mêmes délais selon le système de négociation[12].

- *Comment actualiser efficacement les dispositions de la DSI concernant la transparence? Dans quelle mesure y a-t-il lieu de développer des approches communes visant à assurer que les transactions "hors marché" ne compromettent pas indûment l'efficacité de la détermination des prix pour tous les investisseurs?*

- *Le cloisonnement des transactions entre les multiples systèmes de négociation risque-t-il de menacer la liquidité et l'efficacité des marchés de valeurs mobilières? Quelles mesures concrètes peuvent-elles être prises pour promouvoir l'efficience de l'interaction des prix entre "marchés réglementés" concurrents?*

[12] L'expérience américaine (depuis les années 70) démontre que l'efficacité des mécanismes trans-marchés de transparence des prix peut favoriser la mise en commun de la liquidité.

4.4. Compensation et règlement

Accès à distance: L'article 15, paragraphe 1, de la DSI traite indirectement des fonctions de compensation et de règlement dans la mesure où il stipule que l'accès aux marchés réglementés doit s'accompagner d'un accès aux fonctions de compensation et de règlement sous-jacentes. Certains États membres ont imposé aux membres à distance de passer par les services de compensation/règlement utilisés par les intermédiaires établis sur leur sol. Cet accès indirect accroît la complexité et les coûts et rend plus difficile l'exécution efficace et en temps voulu des transactions. La directive sur le caractère définitif du règlement a certes supprimé les problèmes susceptibles de se poser en cas d'insolvabilité d'une contrepartie établie dans un autre État membre, mais des difficultés n'en subsistent pas moins. C'est ainsi que les autorités monétaires tendent souvent à refuser aux entreprises d'investissement des pays partenaires les facilités de compte nécessaires pour régler leurs transactions en "monnaie banque centrale", ce qui oblige les membres à distance du "marché réglementé" local à passer par des banques correspondantes locales pour le règlement définitif (en devise locale) du volet espèces d'une transaction sur titres. Si ces problèmes ne sont pas résolus, la participation à distance aux systèmes de compensation/règlement risque d'être fatalement compromise.

Règlement: Malgré l'effacement progressif de la frontière entre dépositaires centraux nationaux et dépositaires centraux internationaux, le règlement transfrontalier des transactions sur titres continue à se heurter à des difficultés techniques et juridiques. Le SEBC s'efforce actuellement de surmonter les obstacles techniques à l'interconnexion efficace des systèmes de règlement d'opérations sur titres en s'appuyant sur les travaux de standardisation effectués dans des forums internationaux[13]. Pour assurer une efficacité optimale, il conviendra de supprimer les derniers obstacles juridiques entravant encore le transfert transfrontalier des droits de propriété sur les titres et l'opposabilité aux tiers de ces droits[14].

Compensation: La compensation multilatérale et les fonctions de contrepartie centrale, aujourd'hui largement utilisées pour les opérations sur produits dérivés et titres à revenu fixe, tendent également à s'imposer pour les transactions ordinaires sur actions. Bien que les évolutions en ce sens renforcent l'efficacité des transactions, elles induisent aussi une concentration du risque systémique dans les livres des contreparties centrales. Ce phénomène pourrait être exacerbé par la consolidation géographique, certains systèmes de négociation risquant alors de dépendre de fonctions de compensation assurées dans d'autres États membres.

Toutes les chambres de compensation agréées sont soumises à une surveillance continue et sont en outre tenues d'appliquer des techniques de gestion du risque sophistiquées[15]. La définition de ces normes et le contrôle de leur application relèvent généralement de la compétence nationale, mais une prise en compte de ces

---

13 Une task force conjointe G-10/OICV a été chargée de définir des principes applicables aux opérations de règlement de titres (en s'inspirant des normes "Lamfalussy" pour les systèmes de paiement d'importance systémique).

14 Ces problèmes se posent tout particulièrement pour les titres au porteur.

15 Ces arrangements prévoient notamment une réévaluation régulière des positions aux prix du marché, la couverture des pertes, la constitution de marges initiales et intrajournalières, des normes pour les règlements en espèces, des critères d'adhésion et des exigences d'adéquation des fonds propres. L'application de ces règles de sauvegarde fait l'objet d'une surveillance étroite.

aspects au niveau communautaire pourrait se justifier aujourd'hui. Il conviendrait notamment de concentrer l'attention sur les principes et aspects clés de la régulation et de la surveillance de la compensation et sur les mécanismes nécessaires pour assurer une coopération et une communication efficaces entre les autorités de surveillance concernées.

Parallèlement à la modification de la DSI, cette réflexion commune devrait permettre de parvenir à une compréhension claire de l'encadrement prudentiel qu'il est indispensable de mettre en place au niveau des chambres de compensation pour préserver la stabilité d'un système intégré de négociation de valeurs mobilières.

- *Veuillez fournir vos commentaires éventuels sur les problèmes pratiques d'accès aux systèmes de compensation/règlement des pays partenaires, ainsi que sur la nature des obstacles administratifs et juridiques au règlement transfrontalier de transactions sur titres.*

- *Quels domaines les autorités prudentielles des valeurs mobilières doivent-elles examiner le plus attentivement dans leur évaluation des éventuelles conséquences transfrontalières de la consolidation des fonctions de compensation et de contrepartie centrale? Quelles mesures de sauvegarde vous semblent-elles les plus efficaces pour contrôler ce type de risques?*

5. LA MARCHE A SUIVRE

Une révision d'envergure de la DSI, telle qu'elle est prévue par le plan d'action sur les services financiers, constitue l'élément clé de la réforme entreprise par l'UE pour se doter du cadre législatif et prudentiel lui permettant de relever les défis du nouvel environnement des opérations sur valeurs mobilières. Une DSI actualisée pourra faciliter les progrès vers une liquidité, une efficacité et une stabilité accrues des marchés. L'inaction risquerait en revanche d'empêcher l'économie globale de profiter pleinement des avantages en termes d'externalités positives et de bien public qu'apporteraient des marchés de valeurs mobilières efficients, caractérisés par leur transparence et leur intégrité.

Eu égard aux nombreux problèmes d'interprétation et d'application de diverses dispositions de la DSI qui se sont posés depuis l'adoption de cette directive, la Commission estime que la DSI doit être modifiée en profondeur si l'on veut fournir aux entreprises d'investissement un passeport vraiment opérationnel. C'est la seule voie permettant d'assurer le degré indispensable de clarté et de sûreté juridiques.

- *Si vous estimez qu'il est souhaitable d'élaborer, au niveau de l'Union, des principes directeurs applicables aux "marchés réglementés", veuillez préciser si ces éléments doivent être incorporés à une nouvelle DSI révisée et au champ d'application étendu, ou si les principes directeurs sur les marchés réglementés doivent plutôt être intégrés à un texte communautaire autonome. Quel est le degré de priorité qu'il convient de donner à l'adoption de principes directeurs?*

5.1. La forme de la DSI révisée

La rapidité des transformations des marchés financiers, tout comme les dangers d'une codification trop détaillée des dispositions d'application de la législation communautaire, sont des arguments de poids en faveur d'une DSI se limitant à l'énoncé de principes fondamentaux. Il conviendra donc de définir un ensemble clair de principes de base, fondés sur les libertés du Traité et évitant toute ambiguïté au niveau de leur interprétation.

Une DSI qui se bornerait à l'énoncé de principes directeurs ne doit cependant pas induire une prolifération des interprétations et des mesures d'application au niveau national. Il conviendra donc de disposer d'orientations, actualisées en permanence, sur les définitions et dispositions de la DSI pour assurer que la directive fournit une protection sans faille aux investisseurs et garantit effectivement l'accès au marché. Il s'agira de mettre en oeuvre une approche cohérente et structurée dont l'objectif sera: (1) de formuler des interprétations actualisées des concepts; (2) de favoriser la coopération permanente et en temps réel entre autorités nationales, et (3) d'élaborer des normes communes d'application pour les autorités de surveillance de première ligne. Il faudra également que les autorités de surveillance et autres instances d'application de la législation disposent de canaux leur permettant d'alerter le législateur sur les problèmes de fond se posant en matière de régulation, afin qu'il propose des solutions.

Toutes ces questions sont actuellement examinées par le Comité des sages sur les marchés de valeurs mobilières, lequel devrait remettre son rapport final au premier semestre 2001. Sur la base des conclusions de ce comité, il devrait être possible d'élaborer un projet de législation communautaire combinant clarté et sûreté juridiques, réactivité aux évolutions du marché et application neutre et rigoureuse de la réglementation.

5.2. Lignes directrices pour la révision de la DSI

Il est évident que la situation extrêmement mouvante qui prévaut aujourd'hui sur les marchés financiers rend plus délicate la préparation d'initiatives législatives communautaires. Les questions qui retiennent aujourd'hui le plus l'attention ne seront peut-être plus que des préoccupations secondaires lorsque la situation se sera stabilisée sur les marchés. Il n'en reste pas moins que des changements sont nécessaires pour encadrer et soutenir les évolutions porteuses de gains d'efficacité, qui risqueraient autrement de ne pas aboutir ou d'être considérablement retardées. De plus, en l'absence d'un cadre réglementaire ou prudentiel adopté collectivement, les mutations du marché qui s'opèrent actuellement dans un nombre réduit d'États membres risqueraient d'imposer les modèles de marché et les formes de réglementation pour les années à venir. Si des initiatives ne sont pas prises dès aujourd'hui, les responsables politiques de l'UE et les professionnels du marché devront se rabattre sur des solutions qui, du point de vue de l'intérêt collectif ou dans une perspective à long terme, ne pourront pas être optimales.

Les lignes directrices qui suivent, si elles sont respectées, contribueront à assurer que la future DSI sera à la hauteur des défis posés par les nouvelles formes de négociation de titres:

- *une DSI modifiée doit assurer le caractère opérationnel du passeport unique et une véritable concurrence entre plateformes de négociation de titres, de manière à garantir un accès équitable et non discriminatoire aux principales infrastructures de négociation.* Ce principe de l'accès ouvert devra être promu et défendu avec énergie si l'on veut assurer une compétitivité durable de l'architecture de négociation;

- *la promotion des libertés du Traité ne doit pas se faire aux dépens de la protection des investisseurs et de l'intégrité et de la stabilité du marché.* Cela exigera une harmonisation judicieuse des principaux garde-fous réglementaires -en particulier pour la protection des investisseurs de détail. La réglementation/surveillance des intermédiaires est un des éléments majeurs de la protection des investisseurs et de l'intégrité du marché;

- *tous les émetteurs, quelle que soit leur taille, doivent pouvoir profiter des avantages de marchés de valeurs mobilières profonds et liquides.* La meilleure façon de servir cet objectif est de promouvoir l'émergence d'un marché profond et liquide, accessible sur la base de règles claires et actualisées et de procédures harmonisées. Réduire le contenu des obligations d'information imposées aux petits émetteurs pourrait en revanche s'avérer contreproductif;

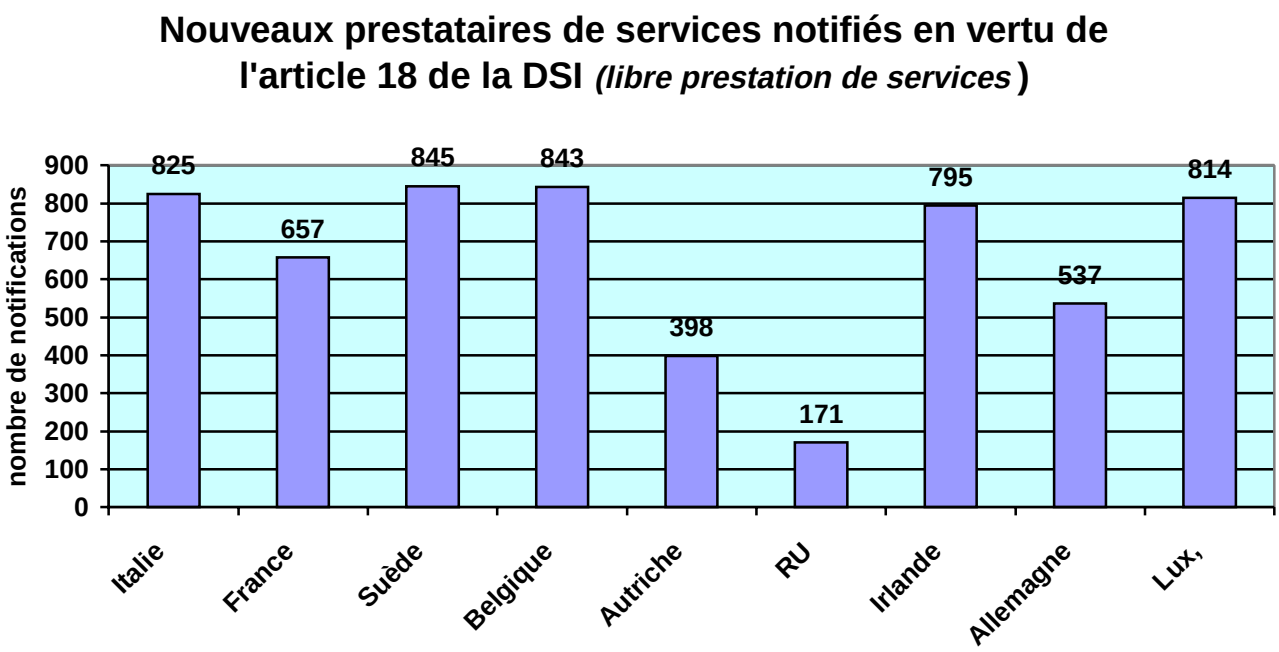
- *la compétitivité des places financières européennes doit être améliorée.* Des marchés de valeurs mobilières réactifs et compétitifs, offrant des infrastructures de négociation et de règlement efficaces, peuvent être un atout décisif pour attirer les flux de capitaux internationaux;

- *les marchés européens doivent être mieux placés pour tirer avantage de la mondialisation en cours des marchés de valeurs mobilières.* Bientôt, les activités de négociation seront ouvertes 24h/24 dans un contexte mondialisé. Le cadre réglementaire et prudentiel communautaire doit évoluer pour permettre aux marchés et entreprises d'Europe de bénéficier pleinement de cette tendance de fond et d'accéder sans entraves aux marchés de pays tiers - un thème central de la prochaine série de négociations de l'OMC;

- *il convient d'éviter tout biais réglementaire en faveur de modèles d'entreprise ou de structures de marché particuliers*. Les règles qui favorisent, même implicitement, des modèles d'entreprise ou des structures de marché particuliers risquent d'étouffer l'innovation et de nuire à la compétitivité des marchés de l'UE. La conception et l'application des règles doit également être neutre au niveau du choix des modèles de marché ou des technologies. Enfin, les arrangements réglementaires et prudentiels appliqués aux marchés d'actions ne sont pas nécessairement appropriés pour la négociation organisée d'autres instruments comme les produits dérivés ou les titres à revenu fixe. Dans la conception et l'application des mesures de réglementation, une approche différenciée et toute en finesse peut se justifier pour les marchés dominés par les transactions entre professionnels. Pour répondre à ces besoins diversifiés, les dispositions de la DSI doivent s'inspirer d'une approche fonctionnelle de la régulation du risque plutôt que d'établir des règles reflétant le paysage institutionnel existant.

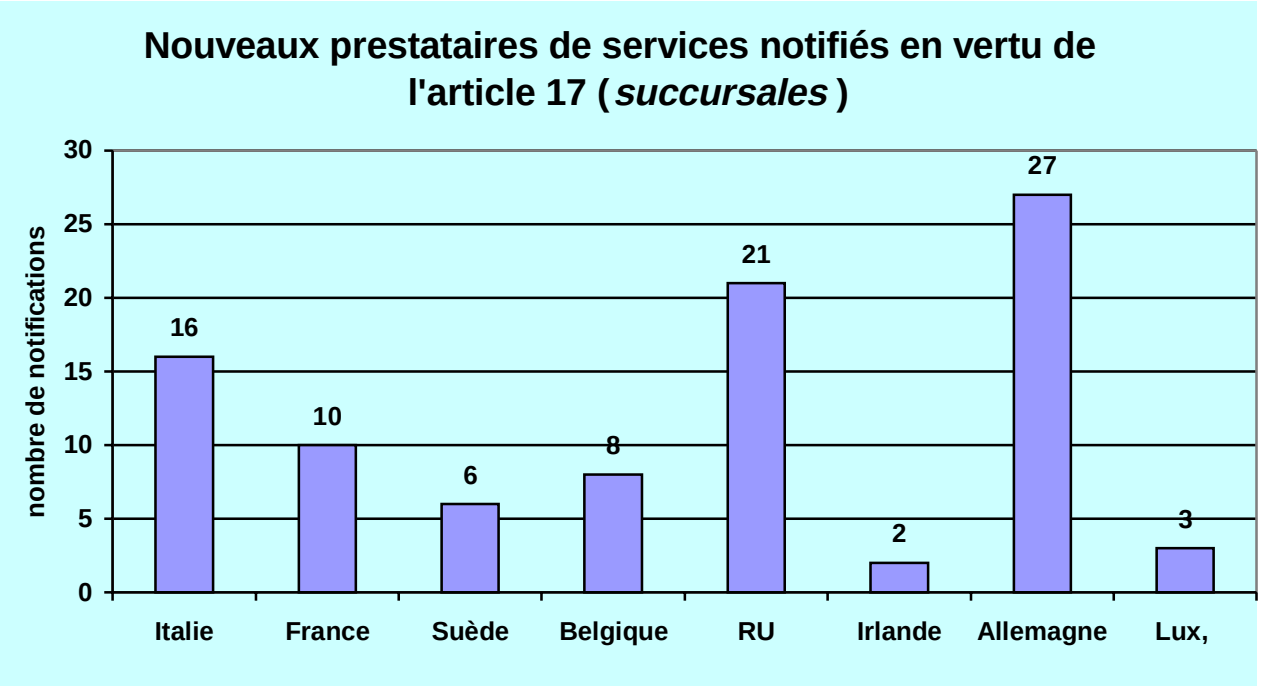
Toutes les observations générales concernant le champ, la présentation et les analyses du présent document de discussion, ainsi que les commentaires détaillés portant sur les différentes dispositions de la DSI (liste figurant en annexe), sont les bienvenus.

Graphique 1a:



Source: autorités nationales de surveillance des marchés de valeurs mobilières, situation de septembre 2000.

Graphique 1b:



- LISTE DES QUESTIONS POUR LESQUELLES DES OBSERVATIONS SONT SOUHAITEES -

Un véritable passeport unique pour les entreprises d'investissement

- *Pour garantir le fonctionnement efficace du passeport unique des entreprises d'investissement, il convient de réexaminer les dérogations prévues à l'article 2, paragraphes 2 et 4, et d'apprécier s'il y a lieu de transférer un ou plusieurs des services auxiliaires à la catégorie des services de base.*

- *La DSI révisée doit indiquer clairement les modalités selon lesquelles ses différentes dispositions doivent être appliquées aux différents services de base, de manière à éviter des divergences trop prononcées dans les régimes prudentiels nationaux, lesquelles entraveraient la prestation transfrontalière de services. Dans les observations à la présente communication, veuillez indiquer quelles sont, à votre avis, les dispositions de la DSI qui sont le plus susceptibles d'être appliquées de manière divergente, en précisant comment elles devraient être adaptées aux différents services de base.*

- *La surveillance par le pays d'origine doit être mise en œuvre sans condition préalable pour les services fournis à des contreparties professionnelles. Outre les règles de conduite professionnelle, y a-t-il d'autres dispositions de la DSI susceptibles d'incorporer une distinction investisseurs professionnels/de détail d'une manière qui soit à la fois claire et opérationnelle?*

- *Dans les réponses, veuillez insister sur les aspects réglementaires et prudentiels pour lesquels il vous paraît souhaitable que le pays d'accueil conserve certaines compétences à titre transitoire. Quelles conditions devront-elles être réunies comme préalables à un démantèlement progressif des responsabilités résiduelles du pays d'accueil?*

Nouvelles formes de prestations de services

- *Quels sont ceux des principes et obligations des articles 10 et 11 qui vous paraissent les plus pertinents pour s'appliquer aux situations dans lesquelles des systèmes de négociation alternatifs (ATS) fournissent des services d'infrastructure? D'autres éléments du régime des "entreprises d'investissement" vous semblent-ils applicables aux ATS?*

- *En vue de bâtir une approche fonctionnelle de la réglementation des ATS, quels éléments du cadre réglementaire applicable aux "marchés réglementés" (divulgation d'informations, transparence, surveillance et application de la législation) vous semblent les plus pertinents pour les différents types d'ATS?*

Concurrence effective entre "marchés réglementés"

- *Les obligations imposées aux "marchés réglementés" au niveau des conditions d'admission à la cote et à celui des critères de participation à la négociation doivent être clarifiées. Il conviendra de procéder parallèlement à une actualisation de la directive 79/279. Quelles conditions sont requises pour que cette approche soit mise en œuvre avec succès, c'est-à-dire en préservant la bonne diffusion de l'information et en sauvegardant la qualité des transactions sur titres?*

- *La règle de concentration de l'article 14, paragraphe 3, et la faculté d'interdiction de l'article 15, paragraphe 5, doivent être réexaminées en vue d'assouplir toutes les restrictions disproportionnées ou inutiles faisant obstacle au développement de l'activité transfrontalière des "marchés réglementés".*

Des principes directeurs pour les "marchés réglementés"

- *Dans leur état présent, la définition et les dispositions de la DSI relatives aux "marchés réglementés" ne permettent pas de traiter de manière satisfaisante les problèmes soulevés par l'intensification de la concurrence et la conclusion d'alliances entre bourses. Selon vous, dans quels domaines l'arbitrage réglementaire entre bourses risque-t-il de compromettre le fonctionnement ordonné, efficace et transparent des marchés de valeurs mobilières?*

- *Les principes directeurs doivent-ils couvrir uniquement les activités de négociation de titres accessibles au public, ou convient-il d'étendre leur application à tous les marchés organisés, quels que soient les instruments financiers négociés? Les principes directeurs doivent-ils être modelés en fonction des risques réglementaires et prudentiels associés aux différents types de marchés ou de transactions? Quelles dispositions conviendra-t-il d'appliquer de manière modulée?*

- *Estimez-vous nécessaire d'inscrire certains de ces principes dans la législation communautaire? Selon quelles modalités? Quels sont les objectifs réglementaires qui doivent être privilégiés?*

- *Si vous estimez qu'il est utile de fixer, au niveau de l'UE, des principes directeurs pour "les marchés réglementés", veuillez préciser si ces éléments doivent être intégrés dans une seule DSI élargie ou si ces principes directeurs pour "les marchés réglementés"doivent faire l'objet d'un pan à part entière de la législation communautaire. Par ailleurs, quelle est l'urgence de l'adoption des principes directeurs?*

Promouvoir la transparence

- *Comment actualiser efficacement les dispositions de la DSI concernant la transparence? Dans quelle mesure y a-t-il lieu de développer des approches communes pour que les transactions "hors marché" ne compromettent pas indûment l'efficacité de la détermination des prix pour tous les investisseurs?*

- *Le cloisonnement des transactions entre les multiples systèmes de négociation risque-t-il de menacer la liquidité et l'efficacité des marchés de valeurs mobilières? Quelles mesures concrètes peuvent-elles être prises pour promouvoir l'efficience de l'interaction des prix entre "marchés réglementés" concurrents?*

Compensation et règlement

- *Veuillez fournir vos commentaires éventuels sur les problèmes pratiques d'accès aux systèmes de compensation/règlement des pays partenaires, ainsi que sur la nature des obstacles administratifs et juridiques au règlement transfrontalier de transactions sur titres.*

- *Quels domaines les autorités prudentielles des valeurs mobilières doivent-elles examiner le plus attentivement dans leur évaluation des éventuelles conséquences transfrontalières de*

la consolidation des fonctions de compensation et de contrepartie centrale? Quelles mesures de sauvegarde vous semblent-elles les plus efficaces pour contrôler ce type de risques?

SOMMAIRE

Synthèse 2

1. Introduction 5

1.1. Mise en œuvre des conclusions du Conseil européen de Lisbonne 5

1.2. Transformations structurelles des marchés financiers de l'Union: 6

2. Évaluation de la DSI 7

2.1. Structure et conception 7

2.2. Limites structurelles à l'efficacité de la DSI 9

3. Un passeport unique pleinement opérationnel 10

3.1. Clarifier et étendre les droits attachés au passeport 10

3.2. Protection des investisseurs et traitement des chevauchements dans les périmètres de surveillance 11

3.3. De nouveaux acteurs: les systèmes de négociation alternatifs 13

4. Marchés réglementés et infrastructures de négociation 14

4.1. Un passeport unique pour les "marchés réglementés" 15

4.2. Des principes directeurs pour les "marchés réglementés" 17

4.3. Transparence: 20

4.4. Compensation et règlement 21

5. La marche à suivre 22

5.1. La forme de la DSI révisée 22

5.2. Lignes directrices pour la révision de la DSI 23