



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 14.11.2000
COM(2000) 722 final

COMMUNICATION DE LA COMMISSION

**APPLICATION DES RÈGLES DE CONDUITE EN VERTU DE L'ARTICLE 11 DE
LA DIRECTIVE CONCERNANT LES SERVICES D'INVESTISSEMENT (93/22/CEE)**

COMMUNICATION DE LA COMMISSION

APPLICATION DES RÈGLES DE CONDUITE EN VERTU DE L'ARTICLE 11 DE LA DIRECTIVE CONCERNANT LES SERVICES D'INVESTISSEMENT (93/22/CEE)

- RÉSUMÉ -

Des marchés financiers communautaires intégrés et efficaces revêtent une importance primordiale pour le bon fonctionnement de l'économie européenne dans son ensemble et plus particulièrement pour le passage à une économie fondée sur la connaissance. Parmi ses priorités, le Conseil européen des chefs d'État ou de gouvernement de Lisbonne a mentionné la nécessité de "faciliter la participation constructive de tous les investisseurs à un marché intégré". La présente communication contribue à la réalisation de cet objectif. Un des obstacles potentiels à cette participation identifié dans le Plan d'action pour les services financiers est l'incertitude qui existe quant à la manière d'appliquer dans la pratique les dispositions de l'article 11 de la directive concernant les services d'investissement¹. La présente communication s'inscrit dans le contexte plus large de la consultation générale sur la forme des modifications éventuelles à apporter à la DSI.²

Le contexte dans lequel cette disposition s'applique a subi de profondes modifications au cours des dernières années:

- de nouveaux types d'investisseurs sont présents sur les marchés des valeurs mobilières;
- les entreprises d'investissement développent de nouvelles technologies afin de satisfaire l'intérêt croissant pour un éventail plus large de produits d'investissement et pour répondre à l'augmentation de la demande dans ce domaine;
- la directive concernant certains aspects juridiques du commerce électronique entrera en vigueur à la fin de 2001. Cela ouvrira la voie à un passage à l'approche "pays d'origine" en ce qui concerne les règles - y compris les règles de conduite - applicables à la fourniture électronique de services d'investissement à des contreparties professionnelles;
- la création du FESCO (Forum for European Securities Commissions) permet aux autorités nationales de surveillance des marchés de valeurs mobilières de coopérer comme jamais auparavant, ce qui aboutit à un alignement progressif des pratiques en matière de surveillance. Ces progrès sont illustrés par le consensus informel qui s'est dégagé sur la catégorisation des investisseurs aux fins de l'article 11.

La présente communication examine la manière dont l'article 11 a été mis en oeuvre dans les États membres et donne des orientations sur la façon dont les règles de conduite peuvent être appliquées pour faciliter la fourniture transfrontalière de services.

En ce qui concerne son application actuelle:

¹ Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, JO L 141 du 11 juin 1993, p. 27.

² Communiqué de la Commission : Modernisation de la DSI (08.11.00).

- les États membres ont adopté dans leur législation des règles de conduite conformes aux principes énoncés à l'article 11, paragraphe 1. Ces dispositions législatives de base sont complétées par des mesures d'exécution détaillées. Bien que leur contenu et leur forme varient d'un État membre à l'autre, les règles de conduite nationales assurent un niveau de protection équivalent aux professionnels dans la mesure où elles permettent aux investisseurs avertis de prendre des décisions en connaissance concernant la nature des services proposés;
- l'obligation générale d'établir une distinction entre les investisseurs professionnels et les autres se reflète dans la plupart des législations nationales. Toutefois, la mise en oeuvre pratique de cette distinction varie considérablement d'un État membre à l'autre, avec pour conséquence que les entreprises d'investissement peuvent être classées différemment pour des mêmes transactions dans les différents États membres. Par conséquent, des entreprises d'investissement opérant sur une base transfrontalière peuvent être soumises à des obligations qualitativement différentes en matière de conduite;
- les États membres utilisent des critères différents pour déterminer "où le service est fourni" conformément à l'article 11, paragraphe 2. En pratique cependant, ils ne tiennent pas compte de ces critères et appliquent leurs règles de conduite nationales aux services d'investissement transfrontaliers même si le pays du fournisseur du service applique lui-même un niveau équivalent de protection.

Pour les raisons mentionnées ci-dessus, la prestation transfrontalière de services d'investissement est donc rendue inutilement compliquée et coûteuse par l'insécurité juridique et des exigences réglementaires qui se chevauchent. Pour que les marchés des valeurs mobilières puissent être intégrés avec succès, comme l'ont souhaité les chefs d'État ou de gouvernement, une plus grande convergence dans l'application des règles de conduite est essentielle. En particulier, une approche cohérente et systématique tenant compte de la nature professionnelle de l'investisseur peut contribuer grandement à la réalisation d'un marché unique des services d'investissement tout en sauvegardant entièrement la protection des investisseurs. La présente communication contient les propositions suivantes:

- **en ce qui concerne l'article 11, paragraphe 1**, l'obligation des États membres de tenir compte de la nature professionnelle de l'investisseur ne doit pas être considérée comme subordonnée à l'harmonisation préalable du contenu de la protection qu'offrent les règles de conduite. Le FESCO est parvenu récemment à un accord sur un système de catégorisation des investisseurs qui fournit une base consensuelle pour l'identification et la surveillance des "investisseurs professionnels".
- **en ce qui concerne l'article 11, paragraphe 2**, l'intérêt général exige que les autorités nationales de surveillance tiennent compte de la nature de l'investisseur et de son "besoin de protection" avant de décider d'imposer ou non le respect des règles de conduite locales. La nature professionnelle de l'investisseur peut aider à apprécier si l'imposition des règles de conduite du pays d'accueil constitue une réponse proportionnée au "besoin de protection" de l'investisseur. Il faut également tenir compte du fait que les règles de conduite de tous les États membres assurent déjà une protection suffisante et comparable aux investisseurs professionnels. Par conséquent, les services d'investissement fournis à des investisseurs professionnels devraient être régis exclusivement par les règles de conduite en vigueur dans le pays du fournisseur de services ("pays d'origine"), sans harmonisation préalable. En ce qui concerne les petits investisseurs, des différences subsistent entre les règles de conduite nationales: les autorités du pays d'accueil peuvent

donc imposer leurs règles de conduite locales à ces investisseurs conformément aux principes du traité et au droit dérivé.

La communication examine également l'application des règles de conduite aux succursales des entreprises d'investissement. La surveillance des règles de conduite sera plus efficace si l'autorité de surveillance est proche de la partie de l'entreprise qui traite avec le client. Par conséquent, l'autorité du pays dans lequel la succursale est située peut être mieux placée pour surveiller les relations entre la succursale et le client. Tant le principe de l'"intérêt général" que les dispositions de la DSI vont dans le sens de cette conclusion, qui est valable pour les services d'investissement fournis par les succursales tant aux investisseurs professionnels qu'aux petits investisseurs.

Appliquée systématiquement, l'approche esquissée pourrait faciliter la fourniture de services transfrontaliers aux investisseurs professionnels sans modifier la DSI. Toutefois, dans un souci de clarté et de sécurité juridique, certaines modifications pourraient être apportées au texte de cette directive. Une consultation générale sur une modernisation en profondeur de la DSI a été lancée avec la communication parallèle sur la modernisation de la DSI. L'analyse de la présente communication peut être considérée comme une première étape en vue de définir l'approche que la Commission adoptera lors des futures révisions formelles de la DSI. Elle vise à éclairer le Parlement européen, les autorités nationales, les autorités de surveillance et les opérateurs du marché sur la nature des modifications formelles qui pourraient être apportées à l'article 11 et aux dispositions connexes. Elle n'impose aucune nouvelle obligation aux États membres et ne préjuge en rien de l'interprétation que la Cour de justice pourrait donner de cette question.

- COMMUNICATION DE LA COMMISSION -

I. INTRODUCTION

La présente communication a été élaborée en réponse au Plan d'action pour les services financiers³ qui a été approuvé dans les conclusions des Conseils européens de Cologne et de Lisbonne. Parmi les priorités qu'il a identifiées, le Conseil de Lisbonne a mentionné la nécessité de "faciliter la participation constructive de tous les investisseurs à un marché intégré". La présente communication contribuera à la réalisation de cet objectif en stimulant les opérations transfrontalières concurrentielles entre professionnels.

La directive concernant les services d'investissement⁴ (DSI) est la pierre angulaire du cadre législatif de l'UE pour les marchés financiers. Elle vise plusieurs objectifs. L'un d'eux est de donner aux fournisseurs de services d'investissement un passeport unique pour lesdits services. Tous les États membres ont adopté les dispositions nationales nécessaires pour transposer la directive. Toutefois, depuis l'adoption de ces dispositions, l'expérience a révélé un degré élevé d'insécurité concernant l'application de l'article 11 qui contient un certain nombre de principes que les États membres doivent respecter dans la mise en oeuvre des règles de conduite.

Le contexte dans lequel ces règles doivent être appliquées s'est lui aussi profondément modifié au cours des dernières années en raison des développements technologiques et de la participation accrue de nouveaux types d'investisseurs en valeurs mobilières. Cette forte augmentation du nombre d'investisseurs qui souhaitent effectuer directement des investissements en valeurs mobilières constitue un défi sur le plan des traditions et des ressources en matière de surveillance.

En outre, le paysage juridique relatif à la fourniture électronique transfrontalière de services se clarifie. En particulier, la directive concernant certains aspects juridiques du commerce électronique⁵ implique que la loi applicable aux services d'investissement entre professionnels rentrant dans le champ d'application de la directive est celle du pays d'origine. Les dispositions nationales transposant cette directive doivent entrer en vigueur avant le 17 janvier 2002.

La présente communication expose la position de la Commission sur une possible application de l'article 11 de la DSI plus conforme aux objectifs de la libre prestation de services. Elle propose une manière d'adapter l'application des règles de conduite à la réalité actuelle du marché et aux changements imminents de l'environnement juridique. Elle n'impose aucune nouvelle obligation aux États membres, et elle ne préjuge pas de l'interprétation que la Cour de justice pourrait donner de ces questions. Toutefois, elle propose une orientation possible pour résoudre l'un des principaux problèmes sur lesquels achoppe l'application de la DSI. Les adaptations qui seront apportées à la DSI et à la politique communautaire dans ce domaine viseront à légaliser totalement cette approche. Ainsi, la Communication annonce une contribution potentiellement importante à la croissance, à l'emploi et à la performance des marchés des valeurs mobilières européens.

³ COM(99)232, 11.5.1999.

⁴ Directive 93/22/CEE - JO L°141 du 11 juin 1993, p. 27.

⁵ Adoptée le 6 juin 2000.

II. INTRODUCTION À L'ARTICLE 11 DE LA DSI ET AUX RÈGLES DE CONDUITE

La DSI vise à permettre aux entreprises d'investissement d'un État membre d'offrir la même gamme de services dans tous les autres États membres une fois qu'elles ont été agréées par les autorités de surveillance de leur pays d'origine⁶. Ce droit peut être exercé soit par l'établissement de succursales, soit par voie de prestation de services transfrontalière. Afin de soutenir le principe du "passeport unique" pour les entreprises d'investissement, la DSI et la législation connexe contiennent des dispositions communes qui régissent les conditions d'exercice de l'activité des entreprises d'investissement⁷. L'article 11, qui concerne les règles de conduite, est l'une des principales dispositions à cet égard.

Article 11, paragraphe 1: Règles de conduite

L'article 11, paragraphe 1, impose aux États membres d'appliquer des règles de conduite que les entreprises d'investissement doivent respecter en permanence. Pour l'essentiel, ces règles

- régissent les relations entre le prestataire de services d'investissement et ses clients de manière à garantir la loyauté des opérations et à éviter que les investisseurs soient invités à procéder à des investissements qui ne répondent pas à leurs besoins;
- visent à garantir que l'entreprise d'investissement est gérée d'une manière qui préserve l'intégrité des marchés.

L'article 11, paragraphe 1, ne prescrit pas, en détail, ni le contenu ni la structure des règles de conduite que doivent établir les États membres. Il se borne à énoncer un certain nombre de principes généraux que ces règles doivent respecter. [voir encadré n° 1].

Encadré n° 1: Aperçu des règles de conduite

Les règles de conduite visent à préserver la confiance des investisseurs et l'intégrité des marchés en fixant des normes pour l'exercice des activités des prestataires de services d'investissement. Elles sont motivées par le fait qu'il existe un danger que certains investisseurs ne soient désavantagés parce qu'ils n'ont pas accès à l'information financière ou qu'ils ne sont pas capables de l'utiliser correctement.

⁶ "Les États membres doivent veiller à ce qu'il n'y ait aucun obstacle à ce que les activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle puissent être exercées de la même manière que dans l'État membre d'origine, pour autant qu'elles ne soient pas en opposition avec les dispositions légales et réglementaires d'intérêt général en vigueur dans l'État membre d'accueil" (DSI, 33e considérant).

⁷ Les autorités compétentes de l'État membre d'origine sont chargées de surveiller en permanence le respect par les entreprises d'investissement de ces règles prudentielles (voir article 8) et des conditions d'exercice de cette activité (article 10).

Les prestataires de services sont tenus notamment:

- d'agir loyalement et équitablement, avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché. Cela implique qu'ils doivent s'informer de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs (obligation de "connaître son client");
- de communiquer d'une manière appropriée les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients (par exemple mettre en garde contre les risques existants);
- de s'efforcer d'écartier les conflits d'intérêt et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, de veiller à ce que leurs clients soient traités équitablement.

L'article 11 oblige également les prestataires de services d'investissement "à se conformer à toutes les réglementations [...] de manière à promouvoir [...] l'intégrité du marché". Cette catégorie de règles de conduite couvre les mesures destinées à lutter contre la manipulation des marchés et autres pratiques de négociation déloyales. Elles ne rentrent pas dans le champ d'application des règles de conduite régissant les relations entre le prestataire de services et le client, qui constituent l'objet principal de la présente communication.

Article 11, paragraphe 1: L'investisseur professionnel

L'article 11, paragraphe 1, oblige les autorités nationales à "tenir compte de la nature professionnelle de la personne à laquelle le service est fourni" pour appliquer les règles de conduite. Le 32e considérant du préambule de la DSI indique clairement que les mesures adoptées pour assurer la protection des investisseurs doivent prendre en compte "les différents besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs et leur niveau d'expertise professionnelle"⁸. Considérées ensemble, ***ces dispositions indiquent que les règles de conduite doivent tenir compte du fait que certains investisseurs ont moins besoin d'une protection réglementaire, en raison du savoir-faire professionnel qu'ils ont acquis ou de leurs ressources***. Ces investisseurs sont à même de comprendre les aspects commerciaux et juridiques de l'investissement qui leur est proposé.

Article 11, paragraphe 2: Mise en oeuvre des règles de conduite

En l'absence de règles de conduite totalement harmonisées, l'article 11, paragraphe 2, reconnaît 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".

Article 11, paragraphe 3: Nature de l'investisseur final

L'article 11, paragraphe 3, exige que les entreprises d'investissement qui exécutent des ordres placés par une autre entreprise relevant de la DSI pour le compte d'un tiers

⁸ Les considérants d'une directive servent à faciliter l'interprétation de celle-ci en exposant les intentions du législateur communautaire. Voir les arrêts de la Cour dans l'affaire 76/72, *Michel*, Rec. 1973, p. 457 et dans l'affaire C-238/94, *Garcia*, Rec. 1996, p. I-1673.

appréciant la nature de l'investisseur final aux fins de l'application des règles de conduite appropriées.

Dispositions connexes de la DSI

La DSI contient d'autres dispositions qui sont étroitement liées aux règles de conduite ou qui les recouvrent en partie.

- L'article 10 énonce les règles prudentielles que les États membres d'origine sont tenus de faire respecter par les entreprises d'investissement agréées. Ces règles énumèrent des mesures organisationnelles que les entreprises agréées sont tenues de mettre en oeuvre pour protéger les intérêts des investisseurs. Elles ont trait aux procédures administratives et comptables, à la protection des droits de propriété des investisseurs, à l'interdiction pour l'entreprise d'investissement d'utiliser les valeurs des investisseurs pour son propre compte, et à l'enregistrement des opérations. Ces règles poursuivent les mêmes objectifs que l'article 11. Elles sont donc complémentaires et il y a donc chevauchement entre l'application des règles de l'article 10 et de l'article 11. Cette interaction est rendue plus complexe par le fait que l'article 10 attribue la compétence aux autorités de surveillance de l'État membre d'origine⁹, alors que l'article 11 est moins clair en ce qui concerne l'attribution de compétence.
- L'article 13 autorise les entreprises d'investissement à faire de la publicité pour leurs services par tous les moyens de communication disponibles dans les autres États membres "pour autant qu'elles respectent les règles régissant la forme et le contenu de cette publicité qui ont été arrêtées pour des raisons d'intérêt général". Malgré cette disposition distincte relative à la publicité pour les services d'investissement, de nombreux États membres ont inclus des dispositions relatives à la publicité dans leurs règles de conduite. Une fois encore, cela peut avoir pour conséquence que la même activité soit régie par des dispositions de la DSI qui se chevauchent et qui prévoient des approches différentes¹⁰.

III. APPLICATION DE L'ARTICLE 11 PAR LES ETATS MEMBRES¹¹

- **Obligation de mettre en oeuvre les règles de conduite (article 11, paragraphe 1)**

Les États membres ont adopté des dispositions détaillées visant à mettre à exécution les principes généraux de l'article 11. Pour protéger les consommateurs et les investisseurs, ils ont introduit des règles de conduite qui couvrent:

⁹ À l'exception de la réserve prévue à l'article 10, cinquième tiret, relative au droit de l'autorité du pays d'accueil d'imposer certaines modalités d'organisation aux succursales établies sur son territoire en vue de limiter le risque de conflits d'intérêts.

¹⁰ Cette insécurité juridique pourrait être partiellement levée par la directive sur la vente à distance de services financiers qui est actuellement en discussion au Conseil et au Parlement. Cette directive pourrait conduire à une harmonisation des règles nationales sur la commercialisation des services d'investissement et la publicité relative à ceux-ci, ainsi que d'autres dispositions relatives à l'information préalable et aux techniques de commercialisation.

¹¹ Cette analyse est fondée sur les réponses à une enquête exhaustive portant sur les pratiques nationales en matière de mise en oeuvre des règles de conduite qui a été coordonnée par le FESCO, et complétée par une analyse des législations nationales de mise en application réalisée par la Commission.

- la publicité, la commercialisation et le démarchage (souvent complétées par des dispositions générales de protection des consommateurs);
- l'information des clients (par exemple, publication d'informations périodiques et mises en garde contre les risques existants);
- les informations à obtenir du client afin de pouvoir lui proposer des produits adaptés à ses besoins;
- les commissions, frais et honoraires;
- les obligations de loyauté, notamment l'obligation d'exécuter les ordres au mieux.

De plus, la plupart des États membres imposent des règles comparables relatives à la séparation des activités afin d'éviter les conflits d'intérêts, ainsi que des contrôles internes visant à garantir le soin et la diligence voulus. Enfin, presque tous les États membres prescrivent l'utilisation de conventions signées par le client et de documents standard. Néanmoins, il existe des différences dans la mise en oeuvre pratique et détaillée de ces règles de protection des investisseurs¹².

• **Obligation de tenir compte de la nature professionnelle (article 11, paragraphe 1)**

Actuellement, les autorités nationales divergent fortement dans la manière d'établir une distinction entre les investisseurs professionnels et les autres. Il existe des différences en ce qui concerne la frontière précise entre ces deux catégories, les procédures utilisées pour classer les investisseurs et le contenu de la protection offerte aux différents types d'investisseurs.

Peu d'États membres ont expressément établi une distinction, dans leurs dispositions législatives ou administratives, entre la protection par voie de règles de conduite à offrir aux investisseurs professionnels d'une part et aux petits investisseurs d'autre part. Les dispositions nationales de ces États membres indiquent généralement (mais pas toujours systématiquement) quelles règles de conduites peuvent être assouplies, voire ne pas être appliquées du tout, dans le cas de services fournis à des investisseurs professionnels. Même dans ces États, un certain flou subsiste quant à la question de savoir si une société non financière ou un investisseur privé non financier doit être traité comme un investisseur professionnel ou comme un petit investisseur. La plupart des autres États membres se fondent principalement sur des principes généraux, inscrits dans une loi ou dans une circulaire administrative, pour donner effet à l'obligation de tenir compte de la nature professionnelle de l'investisseur.

¹²

S'il est généralement admis que l'obligation "d'exécution au mieux" est une obligation d'obtenir le meilleur prix raisonnablement possible pour le client, les États membres divergent en termes de procédures utilisées pour atteindre cet objectif. Par exemple, les États membres mettent un accent différent sur la prévention des conflits d'intérêts, l'interdiction de pratiques telles que la multiplication inutile des opérations, la limitation des ordres et de leur durée de validité, les répartitions et l'information à publier. Ils adoptent également des approches différentes quant à la question de savoir si les opérations de "simple exécution" (execution only) doivent être soumises à l'ensemble des règles de conduite, certains d'entre eux admettant une moindre protection pour ce type d'opération.

La mesure dans laquelle les investisseurs ont la faculté d'opter pour une protection moins rigoureuse varie elle aussi selon les États membres, bien que nombre d'entre eux aient adapté leur protection au type de service ou d'instrument financier concerné¹³. Cette approche fonctionnelle ou par produit a eu un effet similaire à une différenciation par type de client dans la mesure où la nature de la protection est adaptée pour tenir compte du fait que les opérations portant sur certains instruments spécifiques sont le propre d'investisseurs avertis souvent soumis à des exigences prudentielles.

Le principe selon lequel les règles de conduite doivent établir une distinction entre les investisseurs professionnels et les petits investisseurs a donc été transposé dans une large mesure dans la législation nationale ou dans la pratique administrative. Toutefois, les États membres ont mis cette distinction en oeuvre de différentes façons, de telle sorte qu'un même investisseur qui effectue des transactions similaires peut être classé différemment selon les États membres.

- **Responsabilité de la mise en oeuvre et du contrôle (article 11, paragraphe 2)**

Les États membres utilisent toute une série de critères différents pour déterminer le lieu où le service est fourni et, partant, quel jeu de règles de conduites nationales est applicable. Ces critères vont du pays de résidence de l'investisseur à la "prestation caractéristique" (où l'intermédiaire utilise-t-il les ressources nécessaires pour fournir le service?), en passant par le critère de la sollicitation. D'autres États membres adoptent une approche au cas par cas¹⁴.

Dans la pratique, la plupart des États membres appliquent leurs règles de protection nationales aux services d'investissement transfrontaliers, sans tenir compte de la nature de ces services ou du type de client. Il y a application des règles du pays d'accueil, que le service soit fourni sur une base temporaire ou sur une base permanente. Seuls deux États membres limitent l'application des règles de conduite du pays d'accueil aux cas où les services sont fournis d'une manière régulière.

De facto, les services d'investissement fournis sur une base transfrontalière donnent généralement lieu à l'application automatique des règles de conduite du pays de l'investisseur (pays d'accueil). L'application de ces règles du pays d'accueil vient s'ajouter à l'application intégrale et automatique des règles de conduite du pays du prestataire de services. En effet, les autorités de surveillance du pays d'origine participent étroitement au contrôle de tous les services fournis par des entreprises situées sur leur territoire - sans distinction, qu'ils soient fournis à l'intérieur du pays ou sur une base transfrontalière. Cela est particulièrement vrai en ce qui concerne les obligations imposées pour pouvoir reconstituer les transactions contestées (pistes d'audit) et l'enregistrement des opérations.

¹³ Ainsi, une protection "sur mesure" est mise en oeuvre dans un certain nombre d'États membres pour les opérations financières des sociétés, les produits dérivés, les obligations des pouvoirs publics et les warrants.

¹⁴ Cette variété d'approches pourrait donner lieu à des situations où une transaction donnée serait soumise soit à deux jeux de règles de conduite (le pays d'origine applique le critère de la prestation caractéristique et le pays d'accueil celui de la résidence du client), soit à aucun (le pays d'accueil de l'investisseur applique le critère de la prestation caractéristique et le pays d'origine du fournisseur de services applique le critère de résidence de l'intermédiaire).

La situation actuelle implique donc l'application fréquente de deux jeux de règles de conduite nationales à toute opération transfrontalière, professionnelle ou non.

- **Application de l'exigence d'appréciation "par transparence" de l'article 11, paragraphe 3**

Deux États membres ont mis en oeuvre une interprétation stricte de l'article 11, paragraphe 3, et exigent que tous les intermédiaires participant à une transaction multiple tiennent compte de la nature de l'investisseur final. Sept États membres limitent l'obligation de "connaître son client" à l'entreprise qui a une relation directe avec le client, sauf si cette entreprise divulgue l'identité de l'investisseur à sa contrepartie. D'autres États membres n'ont pas encore adopté de règles spécifiques dans ce domaine.

Il est difficile de dire comment l'obligation d'appréciation "par transparence" est mise en oeuvre lorsque les règles de conduite de plus d'un pays entrent en jeu. Trois États membres exigent une information systématique sur la nature du client final de tous les intermédiaires concernés, quel que soit le pays de résidence du client. Dans le cas d'un autre État membre, l'obligation de "connaître son client" est assouplie pour permettre à l'entreprise d'investissement de se fonder sur les informations concernant le client obtenues auprès d'un autre intermédiaire.

- **Mise en oeuvre de l'article 11 - Conclusions**

L'analyse de la Commission des pratiques nationales actuelles en matière de mise en oeuvre des règles de conduite révèle ce qui suit.

- Il existe des divergences entre les États membres quant au niveau de protection offert par les règles de conduite aux petits investisseurs. Ces divergences semblent le plus prononcées dans les domaines suivants: exécution des ordres "au mieux"; conflits d'intérêts et règles de conduite pour les ordres demandant une "simple exécution"; typologie des conditions contractuelles; documents. En revanche, en ce qui concerne les investisseurs professionnels, les législations nationales assurent en fin de compte une protection comparable.
- L'obligation générale d'établir une distinction entre les investisseurs professionnels et les autres se reflète dans la plupart des législations nationales. Toutefois, la manière dont cette distinction est appliquée dans la pratique varie fortement.
- La formulation de l'article 11, paragraphe 2, a pour conséquence que les États membres utilisent des critères différents pour déterminer "où le service est fourni". Dans la pratique toutefois, ces critères sont ignorés au profit d'une règle générale en vertu de laquelle les règles de conduite nationales sont appliquées aux services d'investissement transfrontaliers. Ces règles sont appliquées même si le pays du prestataire de services applique lui-même d'autres règles de conduite comparables et équivalentes.

IV. AVANTAGES DE LA DISTINCTION ENTRE INVESTISSEURS PROFESSIONNELS ET PETITS INVESTISSEURS POUR LE MARCHÉ UNIQUE DES VALEURS MOBILIÈRES

Une distinction effective entre les investisseurs professionnels et les autres investisseurs pourrait présenter des avantages appréciables.

- **Des marchés des valeurs mobilières intégrés et liquides et des services concurrentiels.** L'objectif premier de la législation communautaire dans le domaine des valeurs mobilières est de permettre aux entreprises d'investissement de fournir des services dans toute l'Union sans rencontrer d'obstacles inutiles. Cela permettrait également aux investisseurs de rechercher et d'exploiter des possibilités d'investissement plus profitables. La duplication potentielle des règles de conduite appliquées aux transactions transfrontalières a pour effet d'entraver l'accès au marché, ce qui empêche les contreparties de conclure des opérations transfrontalières profitables; elle se traduit donc par une fragmentation du marché, ce qui réduit la liquidité.
- L'application aux investisseurs professionnels de règles de conduite qui ont été conçues dans l'optique des petits investisseurs **accroît les coûts** et peut limiter l'utilisation de produits innovants par ces investisseurs. L'insécurité juridique concernant la classification des investisseurs entraîne elle aussi des coûts. La situation actuelle accentue cette insécurité et augmente le risque de litiges en exigeant des entreprises d'investissement qui utilisent effectivement leur passeport unique qu'elles respectent jusqu'à quinze jeux de règles de conduite. Indirectement, cela favorise les entreprises les plus fortes qui disposent de plus de ressources pour gérer cette complexité.
- **Une utilisation plus efficace des ressources de surveillance.** Les ressources de surveillance sont une denrée rare. Pour être utilisées de manière optimale, elles doivent être ciblées sur les segments de marché auxquels elles peuvent apporter le plus, à savoir sur les ménages et les petits investisseurs. Une moindre protection est requise pour les investisseurs professionnels qui connaissent suffisamment le marché pour veiller à leurs propres intérêts et obtenir des conseils en matière d'investissement.

V. TENIR COMPTE DE LA DISTINCTION ENTRE INVESTISSEURS PROFESSIONNELS ET PETITS INVESTISSEURS (ARTICLE 11, PARAGRAPHE 1).

L'article 11, paragraphe 1, impose aux autorités nationales l'obligation inconditionnelle d'établir une distinction entre les investisseurs professionnels et les autres investisseurs aux fins de l'application des règles de conduite. *L'obligation pour les États membres de tenir compte de la "nature professionnelle" de l'investisseur n'est pas conditionnée par l'harmonisation préalable du contenu des règles de conduite.* Les autorités nationales pourraient prendre maintenant les mesures nécessaires pour différencier les règles de conduite applicables aux investisseurs professionnels.

Les règles de conduite en vigueur dans tous les États membres assurent d'ores et déjà une protection complète qui est suffisante pour permettre aux investisseurs professionnels de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause. En revanche, des travaux supplémentaires sont nécessaires pour préciser et clarifier l'application des principes énoncés à l'article 11, paragraphe 1, aux petits investisseurs¹⁵. Le fait que les travaux sur la protection appropriée à fournir aux petits investisseurs soient toujours en cours ne doit pas constituer un obstacle à la mise en oeuvre immédiate d'une distinction entre investisseurs professionnels et petits investisseurs qui prenne les systèmes nationaux existants comme point de départ pour le traitement des investisseurs professionnels.

La DSI ne donne pas de définition claire de ce qu'il faut entendre par "nature professionnelle". Cela a entraîné la prolifération d'approches nationales pour la classification des investisseurs. Récemment, toutefois, les autorités de surveillance nationales des marchés des valeurs mobilières réunies au sein du Forum of European Securities Commissions (FESCO) se sont accordées sur une définition commune en vue de la catégorisation des investisseurs professionnels¹⁶. Elles se sont engagées à "tout mettre en oeuvre" à faire respecter cette catégorisation pour tous les services d'investissement relevant de leurs compétences (domestiques et transfrontaliers).

La Commission considère que les autorités nationales pourraient utilement réfléchir sans tarder à des mesures efficaces pour mettre en oeuvre les arrangements que leurs autorités de surveillance ont conclus au sein du FESCO.

Encadré n° 2: Aperçu de la classification du FESCO

Première catégorie. Investisseurs qui sont considérés comme des professionnels sans autre formalité ni contrôle. Cette liste exhaustive comprend les entités qui sont tenus d'être agréées/réglémentées pour pouvoir opérer sur les marchés financiers:

- établissements de crédit (au sens de la deuxième directive bancaire);
- entreprises d'investissement;
- autres établissements financiers agréés ou réglementés (au sens de l'article 1er, paragraphe 6, de la deuxième directive bancaire);
- entreprises d'assurance;
- organismes de placement collectif et leurs sociétés de gestion
- fonds de retraite et leurs sociétés de gestion.

États et institutions internationales et supranationales.

Considérations de procédure: tout investisseur appartenant à cette catégorie peut demander à être traité en tant qu'investisseur non professionnel (possibilité d'opter pour une protection plus forte).

¹⁵ Les autorités nationales de surveillance des marchés des valeurs mobilières, qui sont réunies au sein du FESCO, ont créé un groupe de travail sur les critères d'harmonisation des règles de conduite. Cet important travail vise à parvenir à un consensus sur une série de critères portant sur les exigences en matière de négociation, les informations à obtenir des clients, les informations à fournir aux clients, l'utilisation de contrats signés par les clients et les documents.

¹⁶ "Categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules": mars 2000.

Deuxième catégorie: Investisseurs qui peuvent être traités comme des professionnels à leur demande.

Gros investisseurs et investisseurs institutionnels:

- autres établissements financiers (non couverts par l'article 1er, paragraphe 6, de la deuxième directive bancaire);
- grosses sociétés (certains seuils);
- investisseurs institutionnels autres que les investisseurs professionnels dont l'objet social est d'investir dans des instruments financiers;
- négociants en produits de base;
- organismes publics;
- émetteurs d'instruments cotés.

Considérations de procédure: l'investisseur doit être informé par écrit de la protection dont il bénéficie et il doit confirmer par écrit qu'il est conscient des conséquences qu'entraîne la perte de cette protection.

Troisième catégorie: Autres investisseurs qui peuvent être traités comme des professionnels à leur demande.

Ces investisseurs peuvent être autorisés à renoncer à certains éléments de protection garantis par les règles de conduite à condition que la preuve de leur expertise et de leur expérience soit apportée (le FESCO propose l'utilisation des critères de qualification et d'expérience applicables aux gestionnaires financiers). Ce système doit permettre à des investisseurs individuels avertis d'être traités comme des professionnels. Deux des conditions suivantes doivent être remplies:

- l'investisseur doit avoir effectué en moyenne dix transactions d'un volume suffisant par trimestre au cours des quatre trimestres précédents;
- son portefeuille doit être supérieur à 0,5 million d'euros
- il doit avoir une expérience professionnelle d'un an dans le secteur.

Considérations de procédure: l'investisseur doit:

1. déclarer par écrit qu'il souhaite être traité comme un professionnel;
2. être informé par l'entreprise d'investissement de la protection et des droits qu'il peut perdre;
3. déclarer par écrit, dans un document distinct, qu'il est conscient des conséquences de la perte de cette protection.

Ces définitions devront peut-être être révisées à l'avenir. L'expérience acquise avec la classification approuvée montrera comment celle-ci pourra être adaptée pour tenir compte des nouveaux systèmes électroniques de fourniture de services d'investissement, et d'une expertise accrue des clients au fur et à mesure qu'ils acquerront eux-mêmes une plus grande expérience en matière de négociation de valeurs mobilières. À l'occasion d'une révision future, on pourrait envisager d'élargir la première catégorie d'investisseurs définie par le FESCO pour y inclure d'autres établissements financiers et d'autres grosses sociétés qui possèdent des services de trésorerie. On pourrait également envisager de simplifier les mécanismes d'option pour une protection plus forte ou plus faible.

VI. ARTICLE 11, PARAGRAPHE 2: UNE DEMARCHE ENVISAGEABLE POUR CLARIFIER LE REGIME APPLICABLE

L'article 11, paragraphe 2, prévoit que "sans préjudice des décisions à prendre dans le cadre d'une harmonisation des règles de conduite, la mise en oeuvre et le contrôle du respect de celles-ci demeurent de la compétence de l'État membre où le service est fourni". Faute d'indication plus précise en ce qui concerne "l'État membre où le service est fourni", les autorités nationales compétentes ont eu tendance à appliquer les règles de conduite locales aux services d'investissement fournis à des investisseurs établis sur leur territoire. Les fournisseurs de services d'investissement doivent donc respecter en même temps les règles de conduite en vigueur dans l'État d'origine et dans l'État d'accueil.

La situation peut être évaluée à la lumière des principes du traité relatifs à la libre prestation de services (objectif fondamental de la DSI), de certaines dispositions de la DSI qui admettent l'application de règles visant à protéger l'intérêt général et de la jurisprudence en la matière de la Cour de justice¹⁷.

D'une manière générale, le traité et le texte de la DSI sont incontestablement en faveur de la libre prestation de services sur la base de l'agrément du pays d'origine. Le troisième considérant de la DSI indique clairement que l'objectif de la directive est de "...parvenir à une reconnaissance mutuelle des agréments et des systèmes de contrôle prudentiel, qui permette l'octroi d'un agrément unique valable dans toute la Communauté et l'application du principe du contrôle par l'État membre d'origine."¹⁸

Toutefois, les dispositions de la DSI admettent expressément l'implication des autorités du pays d'accueil pour des raisons d'"intérêt général". Le 33ème considérant prévoit que "les États membres doivent veiller à ce qu'il n'y ait aucun obstacle à ce que les activités bénéficiant de la reconnaissance mutuelle puissent être exercées de la même manière que dans l'État membre d'origine, pour autant qu'elles ne soient pas en opposition avec les dispositions légales et réglementaires d'intérêt général en vigueur dans l'État membre d'accueil". L'article 17, paragraphe 4, et l'article 18, paragraphe 2, de la DSI disposent que "les autorités compétentes de l'État membre d'accueil indiquent, le cas échéant, dès réception de la notification d'une entreprise d'investissement d'un pays partenaire souhaitant s'établir ou fournir des services sur son territoire, les conditions, y compris les règles de conduite, auxquelles, **pour des raisons d'intérêt général**, les prestataires des services d'investissement en question doivent se conformer dans l'État membre d'accueil". Le texte de ces deux articles indique clairement ce qui suit:

- l'État membre d'accueil doit indiquer, à l'avance, quelles sont les règles de conduite applicables;

¹⁷ "...lorsqu'un texte de droit communautaire dérivé est susceptible de plus qu'une interprétation, il convient de donner la préférence à celle qui rend la disposition conforme au traité plutôt qu'à celle conduisant à constater son incompatibilité avec celui-ci. Dans ces circonstances, il n'y a pas lieu d'interpréter la directive isolément, mais d'examiner si les exigences en cause sont ou non contraires aux dispositions du traité précitées et d'appliquer le résultat de cet examen en vue de l'interprétation de la directive." Commission contre République française, affaire C-220/83 du 4.12.1986.

¹⁸ Les considérants d'une directive servent à faciliter l'interprétation de celle-ci en exposant les intentions du législateur communautaire. Voir les arrêts de la Cour dans l'affaire 76/72, *Michel*, Rec. 1973, p. 457 et dans l'affaire C-238/94, *Garcia*, Rec. 1996, p. I-1673.

- les autorités du pays d'accueil qui souhaitent imposer des règles de conduite locales qui sont plus contraignantes que l'harmonisation minimale des principes de conduite réalisée en vertu de l'article 11, paragraphe 1, peuvent le faire si l'"intérêt général" le justifie.

L'article 19, paragraphe 6, permet aussi aux autorités de l'État d'accueil de prendre des mesures visant à prévenir ou sanctionner les actes "contraires aux règles de conduite adoptées en application de l'article 11 ainsi qu'aux autres dispositions législatives ou réglementaires qu'ils ont arrêtées pour des raisons d'intérêt général".

Plusieurs dispositions de la DSI semblent donc laisser aux autorités de l'État d'accueil des compétences résiduelles étendues en matière d'application des règles de conduite, dans le souci de l'"intérêt général".

Par ailleurs, la Cour de justice a de tout temps considéré les règles nationales, fussent-elles non discriminatoires, comme devant être appréciées à la lumière des articles 49 et 50 du traité¹⁹. À cet égard, une jurisprudence récente peut être citée (affaire C-222/95 Parodi contre Banque H. Albert de Bary et Cie, relative à l'octroi de crédits hypothécaires dans le secteur bancaire, recueil 1997, p. I-3899), dans laquelle la Cour a décidé ce qui suit:

"... compte tenu de la nature particulière de certaines prestations de services, des exigences spécifiques imposées au prestataire qui seraient motivées par l'application de règles régissant ce type d'activité ne sauraient être considérées comme incompatibles avec le traité

Il convient toutefois de rappeler que la libre prestation des services, en tant que principe fondamental du traité, ne peut être limitée que par des réglementations justifiées par des raisons impérieuses d'intérêt général et s'appliquant à toute personne ou entreprise exerçant une activité sur le territoire de l'État destinataire, dans la mesure où cet intérêt n'est pas sauvegardé par les règles auxquelles le prestataire est soumis dans l'État membre dans lequel il est établi. En particulier, lesdites exigences doivent être objectivement nécessaires en vue de garantir l'observation des règles professionnelles et d'assurer la protection du destinataire des services et elles ne doivent pas aller au-delà de ce qui est nécessaire pour atteindre ces objectifs..."

L'article 11 de la DSI reconnaît donc un rôle actif aux autorités de l'État d'accueil dans l'application des règles de conduite. La Commission estime toutefois qu'en exerçant cette compétence, ces autorités pourraient tenir compte de deux considérations connexes: (1) l'État d'origine du fournisseur de services impose-t-il ou non des règles de conduite garantissant une protection équivalente? et (2) l'imposition de règles de conduite locales constitue-t-elle une mesure proportionnée à l'objectif de préservation de l'intérêt général?

¹⁹ "L'article 49 du traité exige non seulement l'élimination de toute discrimination à l'encontre du prestataire de services établi dans un autre État membre en raison de sa nationalité, mais également la suppression de toute restriction, même si elle s'applique indistinctement aux prestataires nationaux et à ceux des autres États membres, lorsqu'elle est de nature à prohiber, à gêner ou à rendre moins attrayantes les activités du prestataire établi dans un autre État membre, où il fournit légalement des services analogues" (Affaire Arbade & Leloup, C 369/96 et c-376/96, recueil 1999 I-8543).

En ce qui concerne l'appréciation de la "proportionnalité", il convient d'identifier des critères qui pourraient permettre de déterminer comment les autorités du pays d'accueil pourraient exercer leur compétence d'application des règles de conduite nationales. La Commission considère qu'un critère à retenir éventuellement à cet égard est le "besoin de protection (de l'investisseur/du consommateur)"²⁰.

L'importance du "besoin de protection" est confirmée par d'autres textes législatifs communautaires dans le domaine des services d'investissement et des valeurs mobilières²¹. Les investisseurs - ou leurs conseillers - doivent apprécier eux-mêmes les caractéristiques de l'investissement proposé. Les règles de conduite visent uniquement à éviter que les investisseurs ne soient incités à effectuer des investissements inadaptés et à les protéger contre les abus et les indécidités. C'est la raison pour laquelle la législation dans le domaine des services d'investissement et des valeurs mobilières est fortement centrée sur le principe de la publicité de l'information afin de permettre aux investisseurs rationnels de prendre des décisions en connaissance de cause.

À la lumière de ce qui précède, le "besoin de protection" est un critère utilisable par les autorités de l'État d'accueil lorsqu'il y a lieu de déterminer si l'imposition des règles de conduite du pays d'accueil est "proportionnée".

1. Protection des investisseurs professionnels

L'expertise et la capacité à agir au mieux de ses intérêts sont les critères déterminants pour établir le "besoin de protection". Lorsque l'investisseur est de nature professionnelle, on peut soutenir qu'il possède la capacité et l'expertise nécessaire pour prendre des décisions d'investissement en parfaite connaissance de cause.

Cette approche a été suggérée par la Cour européenne de justice dans sa jurisprudence. En particulier, la Cour a estimé que les mesures qui visent à protéger la partie la plus faible dans un contrat ne peuvent être considérées comme remplissant la condition de l'intérêt général lorsque la contrepartie est un opérateur professionnel²². Ce raisonnement est fondé sur l'absence de "besoin de protection". Le même raisonnement pourrait être utilement appliqué aux règles de conduite dans le cas des investisseurs professionnels. Dans sa jurisprudence dans le domaine des

²⁰ Ce besoin est la raison d'être des règles de conduite en cause. C'est aussi un principe unificateur de la DSI qui est exprimé clairement dans un certain nombre de dispositions: le 32ème considérant indique "qu'il s'avère approprié de prendre en compte les différents besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs et leur niveau d'expertise professionnelle" comme démontré plus haut, les règles de conduite exigées par l'article 11, paragraphe 1, sont motivées par le besoin d'assurer une protection appropriée et la loyauté des opérations avec le client; l'article 14, paragraphe 4, impose aux États membres de tenir compte des besoins différents des investisseurs en matière de protection et notamment de la capacité des investisseurs professionnels à agir au mieux de leurs intérêts lorsqu'ils décident si les investisseurs peuvent ou non être exemptés de l'obligation d'effectuer leurs transactions sur un marché réglementé en vertu de l'article 14, paragraphe 3.

²¹ À cet égard, la directive sur les systèmes d'indemnisation des investisseurs (97/9/CE) est particulièrement instructive. Cette directive dispose que certaines catégories d'investisseurs professionnels et institutionnels peuvent être exclues du bénéfice de la couverture des systèmes de protection des investisseurs prévus par la directive (article 4, paragraphe 2) si l'État membre estime "qu'ils n'ont pas besoin d'une protection particulière" (17e considérant). La philosophie de cette directive repose donc clairement sur le principe du "besoin de protection".

²² C-205/84, Commission contre République fédérale d'Allemagne.

assurances, la Cour a estimé que les agents professionnels ou experts requièrent une protection moindre que les petits consommateurs (C-220/83). La Cour a suivi un raisonnement similaire dans l'affaire Alpine (C-384/93) dans laquelle elle a approuvé l'application de conditions plus sévères pour la commercialisation et la publicité d'investissements fondés sur des produits dérivés auprès des petits investisseurs.

La distinction entre les investisseurs professionnels et les petits investisseurs que les États membres sont tenus d'utiliser en vertu de l'article 11, paragraphe 1, est potentiellement pertinente pour déterminer dans quelle mesure l'investisseur "a besoin" de la protection garantie par les règles de conduite du pays d'accueil, en complément de celle offerte par les règles de conduite du pays d'origine. Le critère de "proportionnalité" pourrait être plus difficile à satisfaire vis-à-vis d'investisseurs professionnels, étant donné que ces derniers exigent une moindre protection.

La possibilité que le besoin de protection de l'investisseur professionnel soit intégralement satisfait par les règles de conduite du pays d'origine est d'autant plus grande qu'il semblerait que tous les États membres appliquent une protection suffisante et comparable aux investisseurs professionnels. Comme indiqué plus haut, tous les régimes nationaux offrent une protection suffisante pour permettre aux investisseurs experts et professionnels de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause et toutes les mesures nécessaires pour sauvegarder leurs intérêts commerciaux.

Les entreprises qui sont actives dans d'autres États membres bénéficient pleinement des effets positifs de la protection du pays d'origine. En effet, avant d'effectuer une transaction avec un client d'un pays partenaire, l'entreprise d'investissement doit établir l'identité de la contrepartie et effectuer les vérifications nécessaires. Cela

entraîne l'application automatique d'exigences essentielles des règles de conduite du pays d'origine (enregistrement, publicité, exécution au mieux) et les autorités de ce pays sont le mieux placées pour en assurer le respect²³.

Il convient de ne pas perdre de vue les considérations pratiques suivantes:

- les arrangements pratiques qui sont largement utilisés (Master Agreements et autres accords codifiés) donnent aux investisseurs professionnels une base contractuelle pour résoudre leurs litiges éventuels avec les contreparties d'une façon rapide et efficace;
- la directive sur certains aspects du commerce électronique qui doit entrer en vigueur en janvier 2002. Cette directive vise à créer un environnement juridique qui encourage le développement du commerce électronique en Europe. La philosophie de cette directive pour les services d'investissement est que tout service qui est fourni électroniquement doit être régi par la loi applicable du "pays d'origine". Ce principe s'appliquera sans réserve aux opérations entre entreprises ou entre professionnels, mais pas aux opérations contractuelles résultant de contrats de consommateurs.

Pour les raisons susmentionnées, la Commission estime que les règles de conduite nationales peuvent être considérées comme offrant une protection suffisante et équivalente aux investisseurs professionnels. À la lumière de ce qui précède, la Commission considère que les autorités nationales compétentes pourraient envisager de ne pas appliquer les règles de conduite du pays d'accueil aux services d'investissement transfrontaliers fournis à des investisseurs professionnels domiciliés dans leur pays.

Encadré 3. Quels investisseurs professionnels peuvent être dispensés d'appliquer les règles du pays d'origine?

L'accord publié récemment par le FESCO sur la catégorisation des investisseurs aux fins de l'application de l'article 11 identifie une série d'investisseurs qui peuvent être automatiquement traités en tant que "professionnels". ***Les services d'investissement fournis à ces investisseurs peuvent être régis exclusivement par les règles de conduite en vigueur dans le pays du prestataire de services ("pays d'origine")***²⁴.

Outre ces investisseurs automatiquement considérés comme "professionnels", les autorités nationales peuvent décider d'appliquer ou non les règles locales à d'autres investisseurs qui n'entrent pas automatiquement dans cette catégorie. Cette appréciation pourrait s'effectuer au regard de l'"intérêt général".

²³ La position de l'avocat général dans l'affaire Alpine (C-384/93) mérite d'être notée à cet égard. L'avocat général estime que "l'État membre à partir duquel est donné l'appel téléphonique est mieux placé pour réglementer le "cold calling". Même si l'État d'accueil souhaite interdire le "cold calling" ou le soumettre à certaines conditions, il n'est pas en mesure d'empêcher ou de contrôler des appels téléphoniques en provenance d'un autre État membre sans la coopération des autorités compétentes de cet État."

²⁴ Les investisseurs qui sont considérés automatiquement comme des professionnels conservent la possibilité de demander un niveau de protection plus élevé.

2. Protection des petits investisseurs

En raison de la fragmentation actuelle des cadres contractuels et extracontractuels et des systèmes de mise en oeuvre, les administrations nationales peuvent avoir certaines craintes en raison de l'insécurité juridique et du risque de contrepartie auxquels les petits investisseurs sont exposés. On a vu dans la section III qu'il existe entre les règles de conduite des différences qui font qu'elles ne peuvent pas être présumées "équivalentes" pour les petits investisseurs. L'application de règles de conduite locales aux transactions auxquelles participent des "petits investisseurs" locaux peut donc améliorer la protection de ces derniers.

Par conséquent, les petits investisseurs ont besoin d'une plus forte protection que les investisseurs professionnels. Les Etats membres pourraient en tenir compte lorsqu'ils réfléchissent à l'application de l'article 11, paragraphes 1 et 2, de la DSI.

Cette appréciation concernant les petits investisseurs peut changer à la lumière de l'évolution de la réalité du marché et du renforcement de la coopération entre autorités de surveillance. Le développement de nouveaux modèles commerciaux fondés sur la communication et la distribution électroniques obligeront peut-être à modifier l'approche actuelle ultérieurement. L'environnement juridique de la fourniture électronique des services d'information évoluera lui aussi. La manière dont les autorités compétentes nationales coopèrent pour mettre ces règles de conduite en oeuvre devra peut-être tenir compte de ces développements. La Commission abordera aussi ces questions dans sa communication sur la modernisation de la DSI, ainsi que dans son prochain livre vert sur le commerce électronique et les services financiers.

Un autre développement notable est la manière dont, après être parvenu à un accord sur un système de catégorisation des investisseurs, le FESCO travaille maintenant à l'élaboration de normes communes pour les règles de protection. Dans l'hypothèse d'un accord sur le traitement des petits investisseurs, la question de savoir si l'"intérêt général" continue de nécessiter l'application des règles de conduite du pays d'accueil pour ces investisseurs devra peut-être être réexaminée.

3. Traitement des succursales

Il existe des caractéristiques propres aux opérations d'investissement des succursales qui peuvent, conformément au traité, justifier l'application des règles de conduite du pays d'accueil à toutes les fonctions de la succursale qui ont un lien avec la clientèle. Cette conclusion vaut pour les services d'investissement fournis par la succursale à la fois aux investisseurs professionnels et aux petits investisseurs.

Les autorités du pays dans lequel la succursale est située sont le mieux placées pour vérifier que les règles sont respectées pour les deux catégories d'investisseurs. Les succursales d'entreprises d'investissement établies dans les autres États membres utilisent généralement des systèmes de gestion de la clientèle qui sont autonomes par rapport à celui du pays de la société mère. Les autorités de surveillance du pays de la succursale sont sur place, ont directement accès aux documents comptables et aux enregistrements de la succursale et sont mieux placées pour vérifier la gestion de la relation directe entre la succursale et sa clientèle.

Ce raisonnement est cohérent avec l'article 10 (5e considérant) de la DSI qui dispose que "les modalités d'organisation en cas de création d'une succursale ne peuvent pas être en contradiction avec les règles de conduite prescrites par l'État membre d'accueil".

VIII. CONCLUSIONS

La présente communication a examiné la manière dont les États membres mettent en oeuvre les règles de conduite conformément à l'article 11. On peut constater ce qui suit:

bien que le contenu et la forme de la mise en oeuvre diffèrent sur certains points d'un État membre à l'autre, les règles nationales semblent offrir un niveau équivalent de protection pour les investisseurs professionnels dans la mesure où elles permettent aux investisseurs experts de prendre des décisions en connaissance de cause en ce qui concerne la nature des services proposés;

l'obligation générale d'établir une distinction entre les investisseurs professionnels et les autres est inscrite dans la plupart des législations nationales. Toutefois, la mise en oeuvre pratique de cette distinction varie considérablement d'un État membre à l'autre, de sorte que les entreprises d'investissement effectuant une même transaction peuvent être classées différemment selon les États membres. Par conséquent, des entreprises d'investissement opérant sur une base transfrontalière peuvent être soumises à des exigences de règles de conduite différentes;

les États membres appliquent leurs règles de conduite locales aux services d'investissement en provenance d'un autre État membre sans examiner si le pays du prestataire de services accorde ou non une protection équivalente sur la base de ses propres règles de conduite.

L'insécurité juridique et les chevauchements entre les exigences qui en résultent sont source de gaspillage de ressources et perturbent gravement la fourniture transfrontalière de services d'investissement. Ces coûts peuvent être évités - en ce qui concerne les services d'investissement entre professionnels - par une distinction cohérente et systématique entre les investisseurs professionnels et les petits investisseurs.

L'article 11, paragraphe 1, oblige clairement les autorités nationales à établir une distinction entre les investisseurs professionnels et les autres investisseurs aux fins de l'application des règles de conduite. La Commission considère que cette obligation n'est pas conditionnée par l'harmonisation préalable du contenu des règles de conduite. Il est vrai que la DSI ne donne pas de définition claire de ce qu'il faut entendre par "nature professionnelle", mais le FESCO a adopté récemment un système commun de catégorisation des investisseurs professionnels. Pour tenir compte de la nature professionnelle aux fins de l'article 11, paragraphe 1, les autorités nationales pourraient s'inspirer de l'accord du FESCO sur la catégorisation des investisseurs professionnels et des petits investisseurs.

La présente communication ébauche une démarche dont les autorités de l'État membre d'accueil pourraient s'inspirer lors de l'exercice de leurs compétences en matière d'application des règles de conduites prévue à l'article 11, paragraphe 2, ainsi

qu'en matière de protection de l'intérêt général. Ces autorités pourraient en particulier s'efforcer d'appliquer ces règles dans une mesure proportionnée au besoin réel de protection des investisseurs. La présente communication fait valoir certains éléments portant à penser que les *investisseurs professionnels relevant de la catégorie 1 définie par le FESCO, qui possèdent l'expertise nécessaire pour évaluer les caractéristiques des opérations d'investissement qui leur sont proposées, peuvent offrir leurs services d'investissement en étant tenus aux seules règles de conduite de l'État d'origine du fournisseur*. La mise en oeuvre des règles de conduite par les autorités de surveillance du pays d'origine offre une protection équivalente à cette catégorie d'investisseurs.

La présente communication suggère que les petits investisseurs ont besoin de la protection garantie par l'application des règles de conduite du pays d'accueil. La mesure dans laquelle l'application des règles de conduite du pays d'accueil constitue une mesure proportionnée pour protéger les petits investisseurs pourrait être réexaminée si, par exemple, les efforts actuels du FESCO en vue de standardiser la protection que les règles de conduite offrent aux investisseurs non professionnels aboutissent à une convergence des pratiques nationales.

La communication examine également les rôles et les responsabilités des autorités de surveillance du pays d'origine et du pays d'accueil en ce qui concerne l'application des règles de conduite aux succursales des entreprises d'investissement. La surveillance des règles de conduite sera plus efficace si l'autorité de surveillance est proche de la partie de l'entreprise qui traite avec le client. Par conséquent, l'autorité du pays où la succursale est située peut être mieux placée que l'autorité de surveillance du pays de l'entreprise mère pour surveiller les relations entre la succursale et le client. Tant le principe de l'"intérêt général" que les dispositions de la DSI vont dans le sens de cette conclusion, qui est valable pour les services d'investissement fournis par les succursales tant aux investisseurs professionnels qu'aux petits investisseurs.

L'application de la distinction entre les investisseurs professionnels et les petits investisseurs pourrait faciliter la fourniture transfrontalière de services d'investissement aux investisseurs professionnels sans nécessiter de modification formelle de la DSI. L'article 11 et certaines dispositions connexes de la DSI pourraient cependant devoir être modifiés, pour des raisons de clarté et de sécurité juridiques. La communication parallèle présentant une modernisation intégrale de la DSI fournira l'occasion d'une consultation approfondie des autorités nationales, des autorités de surveillance et des opérateurs du marché dans les mois à venir. La présente communication trace une piste envisageable pour une modification de la DSI. Les participants à la consultation évoquée ci-dessus pourraient tenir compte de l'analyse qu'elle propose dans leurs commentaires et dans leurs réponses.