

N° 369

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2011-2012

Enregistré à la Présidence du Sénat le 15 février 2012

RAPPORT

FAIT

*au nom de la commission des finances (1), sur la proposition de résolution européenne de M. Richard YUNG, présentée au nom de la commission des affaires européennes, en application de l'article 73 quater du Règlement, sur la **régulation des marchés financiers** (E 5645, E 6748 et E 6759),*

Par Mme Nicole BRICQ,

Sénatrice

et TEXTE DE LA COMMISSION

(1) Cette commission est composée de : M. Philippe Marini, *président* ; M. François Marc, Mmes Michèle André, Marie-France Beaufils, MM. Yvon Collin, Jean-Claude Frécon, Mme Fabienne Keller, MM. Gérard Miquel, Albéric de Montgolfier, Aymeri de Montesquiou, Roland du Luart, *vice-présidents* ; M. Philippe Dallier, Mme Frédérique Espagnac, MM. Claude Haut, François Trucy, *secrétaires* ; MM. Philippe Adnot, Jean Arthuis, Claude Belot, Michel Berson, Éric Bocquet, Yannick Botrel, Joël Bourdin, Christian Bourquin, Mme Nicole Bricq, MM. Jean-Pierre Caffet, Serge Dassault, Vincent Delahaye, Francis Delattre, Mme Marie-Hélène Des Esgaulx, MM. Éric Doligé, Philippe Dominati, Jean-Paul Emorine, André Ferrand, François Fortassin, Thierry Foucaud, Yann Gaillard, Jean Germain, Charles Guené, Edmond Hervé, Pierre Jarlier, Roger Karoutchi, Yves Krattinger, Dominique de Legge, Marc Massion, Georges Patient, François Patriat, Jean-Vincent Placé, Jean-Marc Todeschini, Richard Yung.

Voir le(s) numéro(s) :

Sénat : 278 (2011-2012)

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
EXPOSÉ GÉNÉRAL	5
I. LA PROPOSITION DE RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL SUR LES PRODUITS DÉRIVÉS NÉGOCIÉS DE GRÉ À GRÉ, LES CONTREPARTIES CENTRALES ET LES RÉFÉRENTIELS CENTRAUX, DIT RÈGLEMENT « EMIR »	7
A. LE CALENDRIER DE LA DISCUSSION	7
B. TRADUIRE UN ENGAGEMENT DU G 20 EN DROIT EUROPÉEN	7
1. <i>L'objectif : mettre fin à l'opacité du marché des dérivés négociés de gré à gré</i>	7
2. <i>Les principales dispositions de la proposition de règlement</i>	9
a) L'obligation de compenser les dérivés négociés de gré à gré	9
b) L'obligation de déclaration à un référentiel central des dérivés	10
c) L'agrément, la surveillance et les exigences imposées aux contreparties centrales	11
(1) Le collège des superviseurs	11
(2) L'accès à la liquidité	12
(3) Les exigences prudentielles	13
(4) La gestion des conflits d'intérêts et exigences organisationnelles	13
d) L'enregistrement, la surveillance et les exigences imposées aux référentiels centraux	14
e) L'interopérabilité	14
f) La coopération avec les pays tiers	14
(1) En matière de chambre de compensation	14
(2) En matière de référentiel central	15
C. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES	15
1. <i>L'accès primordial à la liquidité banque centrale</i>	15
2. <i>Une supervision des CCP insuffisamment européenne et des pouvoirs trop limités du collège des superviseurs</i>	16
3. <i>La réciprocité incertaine des règles européennes et américaines</i>	16
II. LA PROPOSITION DE RÉVISION DE LA DIRECTIVE « MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS » (MIF II)	18
A. LE CALENDRIER DE LA DISCUSSION	18
B. RÉVISER ET COMPLÉTER MIF I : UNE IMPÉRIEUSE NÉCESSITÉ	18
1. <i>MIF I : un échec conceptuel</i>	18
a) MIF I n'a pas atteint les objectifs qu'elle s'était fixés.....	19
(1) Une baisse des coûts inégalement répercutée sur les investisseurs finaux	19
(2) Un impact sur la liquidité très difficile à mesurer	19
b) L'absence d'anticipation des nouvelles pratiques de marché	20
(1) Les trous noirs de la régulation : l'apparition des « <i>crossing networks</i> »	20
(2) Le développement de plateformes « opaques » : les « <i>dark pools</i> »	20
c) La transparence pré-négociation : des exemptions qui ont prospéré	21
d) L'obligation de meilleure exécution et la transparence post-négociation demeurent des vœux pieux	21
2. <i>Les principales dispositions du paquet « MIF II »</i>	22
a) Un maintien du régime des dérogations à la transparence pré-négociation	22
b) Un renforcement de la transparence post-négociation	23
c) La création d'une nouvelle plateforme de négociation : les systèmes organisés de négociation (OTF)	24
d) Un embryon d'encadrement du trading haute fréquence	25

e) Les « marchés de croissance des PME »	25
f) Un encadrement des positions sur contrat dérivés sur matières premières	26
g) L'inclusion des quotas d'émission de gaz à effet de serre européen parmi les instruments financiers.....	26
h) L'obligation de négocier certains dérivés sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF	27
i) Un accès non discriminatoire à la compensation.....	28
j) Une possibilité accrue de surveillance et d'interdiction des produits et des activités financières	28
C. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES	29
1. <i>La transparence pré-négociation : des dérogations encore trop nombreuses</i>	29
2. <i>La création des OTF : une idée à risque</i>	29
3. <i>L'encadrement du trading à haute fréquence : une initiative à préserver et même à renforcer</i>	30
4. <i>L'inclusion des quotas d'émission de gaz à effet de serre parmi les instruments financiers : une avancée notable de la Commission européenne</i>	33
a) Une réponse adaptée à une préoccupation ancienne de votre commission des finances	33
b) Des exemptions qui semblent cohérentes avec le champ et l'objet du marché des quotas	35
5. <i>Les marchés de croissance des PME</i>	36
III. LES AMENDEMENTS ADOPTÉS PAR LA COMMISSION DES FINANCES.....	37
PROPOSITION DE RÉOLUTION EUROPÉENNE ADOPTÉE PAR LA COMMISSION	39
TRAVAUX DE LA COMMISSION	43
I. TABLE-RONDE SUR LA RÉGULATION FINANCIÈRE – 18 JANVIER 2012.....	43
II. EXAMEN EN COMMISSION – MERCREDI 15 FÉVRIER 2012.....	62
AMENDEMENTS EXAMINÉS PAR LA COMMISSION.....	75
TABLEAU COMPARATIF	81

EXPOSÉ GÉNÉRAL

Mesdames, Messieurs,

Le 19 janvier dernier, la commission des affaires européennes du Sénat a adopté, à l'initiative de notre collègue Richard Yung, une proposition de résolution européenne sur la régulation des marchés financiers. Conformément à l'article 73 *quinquies* du Règlement du Sénat, celle-ci est renvoyée pour un examen au fond à la commission des finances.

Son texte deviendra, au terme d'un délai de trois jours francs suivant la publication du présent rapport, la résolution du Sénat, sauf si le Président du Sénat, le président d'un groupe, le président d'une commission permanente, le président de la commission des affaires européennes ou le Gouvernement demande, dans ce délai, qu'elle soit examinée par le Sénat¹.

La proposition de résolution européenne porte plus spécifiquement sur trois textes en cours d'examen au niveau européen :

- la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (E 5645), dit règlement « EMIR » (*European Market Infrastructure Regulation*²) ;

- les deux autres textes forment ensemble la révision de la directive « marchés d'instruments financiers », dite « MIF II ». Le premier est une proposition de directive, dite « MIFID », du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (E 6759) ; le second est une proposition de règlement, dit « MIFIR », concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (E 6748).

¹ Si, dans les sept jours francs qui suivent cette demande, la Conférence des présidents ne propose pas ou le Sénat ne décide pas son inscription à l'ordre du jour, la proposition de résolution de la commission devient la résolution du Sénat.

² Règlement sur les infrastructures de marché européennes.

I. LA PROPOSITION DE RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL SUR LES PRODUITS DÉRIVÉS NÉGOCIÉS DE GRÉ À GRÉ, LES CONTREPARTIES CENTRALES ET LES RÉFÉRENTIELS CENTRAUX, DIT RÈGLEMENT « EMIR »

A. LE CALENDRIER DE LA DISCUSSION

Le 15 septembre 2010, la Commission européenne a déposé une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux. Ce texte est plus souvent dénommé par son acronyme anglais « EMIR » (*European Market Infrastructure Regulation*).

Le Parlement européen a adopté un texte en première lecture le 5 juillet 2011. Sur la base de ces modifications, le Conseil de l'Union européenne a établi une proposition de compromis le 4 octobre 2011, modifiée le 24 janvier 2012.

Le Conseil, le Parlement européen et la Commission européenne ont annoncé, le 9 février 2012, avoir élaboré un texte de compromis. Il devrait par conséquent être publié avant la fin du premier semestre 2012.

B. TRADUIRE UN ENGAGEMENT DU G 20 EN DROIT EUROPÉEN

1. L'objectif : mettre fin à l'opacité du marché des dérivés négociés de gré à gré

« *Un produit dérivé financier [...] peut se définir [...] comme un contrat financier négociable portant droit sur un autre actif* »¹, appelé sous-jacent. Sa valeur dépend (ou dérive) de celle de son sous-jacent, qui peut être de nature très diverse (actions, devises, matières premières, taux d'intérêt, crédits, etc.).

L'origine des produits dérivés tient à la volonté des acteurs économiques de se prémunir contre un risque. Par exemple, les contrats à terme – parmi les premiers produits dérivés à avoir existé – permettent d'acheter une marchandise à un prix convenu aujourd'hui mais livrée plus tard : l'acheteur du contrat se prémunit ainsi contre le risque d'augmentation du prix de la marchandise.

Toutefois, les produits dérivés sont désormais autant des instruments de couverture du risque que des instruments spéculatifs. **Le montant notionnel cumulé des produits dérivés négociés de gré à gré** a atteint la

¹ Yves Jégourel, Les produits financiers dérivés, *Coll. Repères, La Découverte*, 2010.

somme de près de **708 000 milliards de dollars au premier semestre 2011**¹. Ce seul chiffre suffit à les considérer comme porteurs d'un **risque systémique**.

En 2008, la quasi-faillite de la banque Bear Stearns puis la faillite de Lehman Brothers ont démontré que tant le marché que les régulateurs ignoraient totalement les expositions sur produits dérivés de ces deux institutions et, plus généralement, de tous les acteurs de marché entre eux.

Ainsi, comme le font remarquer deux auteurs, « *la taille gigantesque du marché des CDS, l'exposition du secteur financier, l'imbrication et l'opacité des positions ont fait redouter que la faillite d'un acteur majeur comme Lehman Brothers ne provoque l'effondrement de l'ensemble du système* »².

Le considérant n° 4 du projet de règlement rappelle en effet que « *les produits dérivés de gré à gré (OTC) manquent de transparence étant donné qu'il s'agit de contrats négociés sur une base privée et que les informations les concernant ne sont généralement accessibles qu'aux parties contractantes. Ces contrats créent un réseau d'interdépendance complexe, de sorte qu'il peut être difficile de déterminer la nature et le niveau des risques encourus. La crise financière a démontré que ces caractéristiques augmentaient l'incertitude en période de tensions sur les marchés et constituaient donc un risque pour la stabilité financière* ».

Or les dérivés, pour près de 90 %, sont essentiellement négociés de gré à gré, c'est-à-dire sur une base bilatérale, et ne sont assujettis à aucune obligation de transparence.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, le G 20 de Pittsburgh (septembre 2009) a pris l'engagement que « ***tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges ou via des plates-formes de négociation électronique selon le cas et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux organismes appropriés ("trade repositories"). Les contrats n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus strictes. Nous demandons au [Conseil de stabilité financière] et à ses membres d'évaluer régulièrement la mise en œuvre de ces mesures et de déterminer si celles-ci sont suffisantes pour améliorer la transparence sur les marchés des produits dérivés, atténuer les risques systémiques et assurer une protection contre les abus de marché*** »³.

¹ Banque des règlements internationaux, OTC derivatives market activity in the first half of 2011, novembre 2011.

² V. Coudert et M. Gex, « Le règlement des défauts sur le marché des CDS : le cas de Lehman Brothers », Revue d'économie financière, n° 97, mars 2010, cité in Yves Jégourel, op cit.

³ Le Conseil de stabilité financière effectue un bilan semestriel de l'application de cet engagement. Pour le dernier rapport en date, cf. « OTC Derivatives Market Reforms. Progress report on implementation », 11 octobre 2011.

Le G 20 vise à la fois un objectif de **transparence** (déclaration et enregistrement des dérivés négociés de gré à gré) et de **maîtrise des risques** (obligation de compensation).

Une chambre de compensation a vocation à s'interposer « *entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur* » (article 2 du projet de règlement). La chambre de compensation devient la **contrepartie centrale** (ou *central counterparty* – CCP) pour toutes les transactions. Le fait de recourir à cette CCP entraîne une novation juridique. La compensation permet également de calculer des positions nettes entre les différentes contreparties et, par conséquent, de réduire l'exposition de chacune d'entre elles.

Le principal avantage de la compensation réside dans le fait que, se substituant aux contreparties dans leurs obligations vis-à-vis des autres contreparties, elle assume le risque de défaillance de l'une d'entre elles. Ainsi, une partie A signe un contrat dérivé avec une partie B. Si les deux cocontractants ne recourent pas à une CCP, alors A subira les conséquences financières du défaut de B. En revanche, en cas de compensation du contrat, le défaut de B sera entièrement neutre pour A, car intégralement supporté par la CCP.

Par là, les CCP assument le risque mais le concentrent, ce qui fait naître un risque systémique si elles-mêmes venaient à faire défaut. Leur organisation et les exigences qui leur sont imposées ont donc pour objectif de les prémunir contre un éventuel défaut, de sorte qu'elles soient toujours en mesure d'assumer le défaut d'un de leurs membres (appelé « *membre compensateur* »). Encore récemment, la faillite du courtier MF Global a pu être gérée sans perturbation excessive du marché du fait de l'intervention des CCP.

En l'absence de compensation, les dérivés négociés de gré à gré font l'objet d'une pondération plus importante en termes de fonds propres. Ce point relève de la proposition CRD IV relative à la transcription en droit européen des normes de Bâle III.

2. Les principales dispositions de la proposition de règlement

Le règlement EMIR vise à traduire les engagements du G 20 en droit européen.

a) L'obligation de compenser les dérivés négociés de gré à gré

L'article 3 pose le principe selon lequel « **chaque contrepartie [...]** **fait compenser ses contrats de produits dérivés de gré à gré** » pour autant qu'ils soient considérés comme éligibles, c'est-à-dire standardisés (ou normalisés) pour être traités par une chambre de compensation.

A priori, il est toujours possible qu'un dérivé ne soit pas standardisé, mais dès lors qu'il est standardisé, il est obligatoire qu'il soit compensé.

Ainsi, les dérivés dits « éligibles » à la compensation sont identifiés soit par la CCP qui doit ensuite obtenir l'accord de son autorité nationale de supervision (laquelle informe l'Autorité européenne des marchés financiers [AEMF]), soit par l'AEMF elle-même (article 4).

En effet, l'exposé des motifs du règlement rappelle que, « *afin de garantir parallèlement que le plus grand nombre possible de contrats dérivés de gré à gré sera compensé, le règlement prévoit deux approches pour déterminer quels contrats doivent être compensés* :

- *une approche ascendante (« bottom-up ») : une contrepartie centrale décide de compenser certains contrats et y est autorisée par son autorité compétente, qui est tenue d'en informer l'AEMF. L'AEMF a alors le pouvoir de décider si l'obligation de compensation centrale doit s'appliquer à tous les contrats dans l'Union européenne. [...]* ;

- *une approche descendante (« top-down ») : l'AEMF décide, en collaboration avec le Comité européen du risque systémique (CERS), quels contrats devraient potentiellement être soumis à l'obligation de compensation centrale* ».

L'article 4 *ter*, ajouté par le Parlement européen, prévoit que l'AEMF crée et gère un registre public indiquant notamment les catégories de contrats dérivés qui sont soumis à l'obligation de compensation centrale et les contreparties centrales qui peuvent être utilisées aux fins de compensation.

Il convient enfin de noter que les contreparties dites « non financières », concrètement les grandes entreprises non financières qui ont recours aux dérivés pour couvrir un risque, devront également faire compenser leurs contrats sous réserve qu'elles dépassent certains seuils définis par l'AEMF.

b) L'obligation de déclaration à un référentiel central des dérivés

L'article 6 du projet de règlement prévoit également que « **tous les contrats sur produits dérivés sont transmis à un référentiel central** [...]. *Les contreparties transmettent les détails de tout contrat dérivé conclu par elles qui n'est pas traité par une contrepartie centrale et de toute modification substantielle, novation ou cessation du contrat* ».

Il convient de relever que tous les dérivés sont visés et non seulement ceux négociés de gré à gré. Concrètement, les dérivés dits « listés » et faisant l'objet d'une négociation sur un marché seraient également enregistrés dans la base de données du référentiel central.

L'AEMF aura le pouvoir de décréter une application rétroactive de cette règle de sorte que le référentiel central puisse également enregistrer les contrats déjà signés lors de l'entrée en vigueur du règlement.

**Article 6 dans sa rédaction issue des travaux du Parlement européen
(5 juillet 2011)**

« Ces déclarations comportent au moins les éléments suivants :

« a) l'identification appropriée des parties au contrat et, s'il est autre, du bénéficiaire des droits et obligations découlant du contrat ;

« b) les principales caractéristiques du contrat, notamment le type de contrat, le sous-jacent, l'échéance, l'exercice, la date de livraison, les données relatives aux prix et la valeur notionnelle ;

« b bis) pour les produits dérivés qui ne sont pas conformes à un format normalisé, il est prévu un espace à compléter permettant aux autorités compétentes d'avoir connaissance de l'existence de cette négociation et de prendre les mesures réglementaires qui s'imposent ;

« b ter) un identifiant unique par contrat ».

c) L'agrément, la surveillance et les exigences imposées aux contreparties centrales

Les CCP concentrent le risque. **Elles doivent par conséquent faire preuve d'une grande robustesse financière.** Le projet de règlement définit en détail la procédure d'agrément, la surveillance dont elles font l'objet ainsi que les exigences organisationnelles et prudentielles qui leur sont imposées.

Le texte de la Commission européenne, non modifié sur ce point par le Parlement européen, **prévoyait tout d'abord que les CCP relèvent de la supervision de l'autorité compétente sur le territoire duquel elles sont implantées**¹.

(1) Le collège des superviseurs

L'agrément (ou son retrait) est valable sur l'ensemble du territoire européen. La décision d'un superviseur pourrait donc avoir des conséquences pour un grand nombre d'Etats membres. La Commission européenne avait prévu, dans le texte initial, que l'autorité nationale ne pouvait délivrer l'agrément qu'après avis de l'AEMF et après avis d'un collège des autres autorités nationales concernées par l'activité de la CCP (articles 13, 14 et 15).

Le Parlement européen a adopté un texte donnant un rôle plus important au collège et à l'AEMF. En effet, aux termes de l'article 13 modifié, « l'autorité compétente n'octroie l'agrément que si elle a acquis la certitude que la contrepartie centrale [...] se conforme à toutes les exigences prévues par le présent règlement [...] et à la condition que l'AEMF ait émis

¹ Par exemple, en France, la chambre de compensation LCH Clearnet SA a le statut d'établissement de crédit – agréé par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) – et ses règles de fonctionnement sont approuvées par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

un avis favorable » et après avis du collège des superviseurs. L'article 15 modifié dispose également qu'un « *avis favorable ou défavorable du collège requiert un accord à la majorité simple des membres* ». Le retrait de l'agrément s'effectue par parallélisme des formes.

Par ailleurs, le Parlement européen a également souhaité que le collège des superviseurs soit présidé par l'AEMF et non par l'autorité nationale compétente et qu'il soit composé au minimum de sept membres.

Il a ajouté deux alinéas précisant que « *si la majorité des membres du collège estime que l'autorité compétente [...] n'exerce pas ses responsabilités d'une façon appropriée et que cela constitue une menace pour la stabilité financière, l'AEMF décide si elle juge appropriée la surveillance exercée par l'autorité compétente [...]* ».

« *Si elle estime que la surveillance n'est pas appropriée, l'AEMF peut imposer aux autorités compétentes des mesures correctives* ».

Ces dispositions ont été au cœur des ultimes négociations entre le Conseil et le Parlement européen (*cf. infra*).

(2) L'accès à la liquidité

Aux cotés des exigences prudentielles, l'accès à la liquidité constitue le pilier essentiel de la robustesse financière des CCP.

Ainsi, le premier alinéa de l'article 10 de la proposition de règlement édicte que ne peut être agréée en tant que CCP qu'une « *personne morale établie dans l'Union européenne et qui a accès à une liquidité appropriée* ».

Devant la commission des finances et la commission des affaires européennes, le 18 janvier 2012, Hervé de Villeroché, chef du service du financement de l'économie à la direction générale du Trésor, indiquait : « *le défaut d'une chambre de compensation pourrait-il être absorbé par la banque centrale concernée ? On n'attend pas qu'elle recapitalise une chambre de compensation, ce n'est pas son rôle. Dans un bon système de régulation, ce sont les membres qui sont responsables d'un éventuel défaut. Ils doivent mettre en place un système de coussin de sécurité, certains sont logés dans le capital, d'autres sont appelables à tout moment en cas de risque. Sans doute peut-on relever le niveau des coussins de sécurité, mais une partie du risque sera inévitablement répercutée sur les membres. La chambre de compensation cependant, en cas de défaut d'une des parties, commence par saisir le collatéral déposé par l'intervenant défaillant et le vend pour éponger la perte : l'accès à la liquidité de la banque centrale lui évite de brader les actifs dans un contexte de marchés perturbés* »¹.

L'accès à la liquidité est donc l'un des éléments fondamentaux de la stabilité financière du système.

¹ Table-ronde du 18 janvier 2012 sur la régulation des marchés financiers.

Ainsi, l'article 10 prévoit également que « *la liquidité peut provenir d'un accès à la liquidité d'une banque centrale ou d'une banque commerciale digne de crédit et fiable, ou aux deux* ».

Le Parlement européen n'a pas modifié cet alinéa et chaque Etat reste libre d'imposer que les CCP aient le statut d'établissement de crédit et aient donc un accès privilégié à la liquidité de la banque centrale.

Le Royaume-Uni était en réalité très opposé à l'idée d'obliger les chambres de compensation à se constituer sous forme d'établissement de crédit. En effet, la majorité des dérivés traités en Europe ont un sous-jacent coté en euro. Une telle obligation aurait donc conduit les CCP à privilégier l'accès à la liquidité fournie par la Banque centrale européenne (BCE) et, par là, à être nécessairement implantées dans un Etat membre de la zone euro – au détriment de la City qui possède plusieurs importantes CCP.

Par ailleurs, l'article 43 impose aux CCP d'accepter des garanties « *très liquides telles que les espèces, l'or ou des obligations d'Etat ou de société de haute qualité, comportant un risque de crédit minimal pour couvrir leur exposition initiale et présente vis-à-vis des membres compensateurs* ».

(3) Les exigences prudentielles

En matière de solvabilité, l'article 12 prévoit que les CCP doivent disposer d'un **capital minimum de 10 millions d'euros** (5 millions d'euros dans le texte initial de la Commission européenne).

En tout état de cause, le capital doit être « *proportionné au volume des activités de la [CCP] et au risque qui leur est attaché* ».

A cette fin, l'article 38 dispose que la CCP « *mesure et évalue, en temps quasi-réel, sa liquidité et ses expositions de crédit vis-à-vis de chaque membre compensateur [...]* ».

La CCP gère le risque en collectant des appels de marge (collatéral déposé en garantie par les membres compensateurs) et en dotant un fonds de défaillance. Ce dernier instrument a pour unique objet de couvrir les pertes supérieures aux appels de marge résultant de la défaillance d'un ou plusieurs membres compensateurs.

Le Parlement européen a renforcé la « force de frappe financière » du fonds de défaillance en prévoyant qu'il doit permettre à la CCP « *de résister à la défaillance des deux membres compensateurs vis-à-vis desquels elle présente les plus fortes expositions* ».

(4) La gestion des conflits d'intérêts et exigences organisationnelles

La proposition de règlement prévoit également une série d'exigences organisationnelles (administrateurs indépendants, création d'un comité des risques notamment) destinés à promouvoir la bonne gouvernance des CCP.

L'article 5 pose également le principe d'un accès « non discriminatoire » à la compensation. En effet, certaines chambres de

compensation sont détenues par leurs membres compensateurs qui pourraient être tentés d'exclure les transactions effectuées par des membres non actionnaires de la chambre.

d) L'enregistrement, la surveillance et les exigences imposées aux référentiels centraux

Les référentiels centraux doivent être enregistrés auprès de l'AEMF (article 51) et doivent pour cela se conformer aux exigences posées par les articles 64 à 67 du règlement. **L'AEMF est seule compétente pour enregistrer, surveiller et sanctionner les référentiels centraux en cas de manquement.**

Tout comme pour les CCP, le règlement impose des exigences organisationnelles aux référentiels centraux. Outre des dispositions relatives à leur gouvernance, ils doivent notamment rendre « *publics les prix et les frais afférents aux services fournis* » (article 64).

L'article 66 impose que les référentiels centraux « *assurent la confidentialité, l'intégrité et la protection des informations* » qu'ils détiennent. Ils doivent également calculer les positions par catégorie de dérivés (qui sont régulièrement publiées de manière agrégée) et par entité déclarante.

e) L'interopérabilité

L'interopérabilité entre les chambres de compensation était initialement inscrite dans le texte de la Commission européenne. Cependant, comme l'indique l'exposé des motifs de la proposition, « *l'interopérabilité représente un outil essentiel pour réaliser l'intégration effective du post-marché européen. Elle peut toutefois exposer les contreparties centrales à un surcroît de risques* ».

Le Parlement européen a par conséquent souhaité limiter cette possibilité aux échanges effectués au comptant. L'AEMF remettra, au plus tard le 30 septembre 2014, un rapport sur l'opportunité d'étendre le champ d'application de cette disposition.

f) La coopération avec les pays tiers

(1) En matière de chambre de compensation

Une CCP d'un pays tiers peut être reconnue par l'AEMF et être ainsi autorisée à offrir les mêmes services qu'une CCP établie dans l'Union européenne. Pour cela, l'AEMF doit notamment s'assurer que :

- le cadre juridique et le dispositif de surveillance du pays tiers sont équivalents à ceux existant au sein de l'Union ;

- la CCP est agréée dans le pays tiers et y est soumise à une surveillance effective ;

- des modalités de coopération ont été établies avec les autorités de supervision compétentes, notamment en vue d'échanges d'informations.

Le Parlement européen a renforcé les conditions d'accès des CCP de pays tiers au marché européen en y ajoutant six conditions supplémentaires (notamment sur la lutte contre le blanchiment des capitaux et la lutte contre la fraude fiscale).

(2) En matière de référentiel central

La reconnaissance internationale des référentiels centraux soulève des questions économiques très importantes étant donné que la transparence sur les produits dérivés de gré à gré n'aura véritablement de sens que dès lors qu'un référentiel central sera capable de compiler toutes les données disponibles au niveau mondial (*cf. infra*).

Ainsi, l'article 62 dispose que « *la Commission soumet des propositions au Conseil pour la négociation d'accords internationaux avec un ou plusieurs pays tiers portant sur l'accès réciproque aux contrats dérivés de gré à gré détenus dans des référentiels centraux établis dans des pays tiers* ».

Sur le modèle applicable aux CCP, les référentiels centraux des pays tiers peuvent proposer leurs services dans l'Union européenne pour autant qu'ils sont reconnus par l'AEMF. L'Union européenne doit, entre autre, avoir conclu un accord international mentionné ci-dessus. Là encore, le Parlement européen a souhaité durcir les conditions de réciprocité.

C. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES

1. L'accès primordial à la liquidité banque centrale

Ainsi qu'il a été indiqué précédemment, les chambres de compensation deviennent le point de convergence des risques en matière de produits dérivés. A cet égard, un commentateur estime que « *tout l'édifice repose sur l'hypothèse qu'elles ne feront jamais défaut* »¹.

L'accès à la liquidité devient primordial en cas de tensions sur les marchés. Or, après la faillite de Lehman Brothers, le crédit interbancaire s'est tari et seule l'intervention des banques centrales a permis d'injecter de la liquidité dans le système économique. **La liquidité « banque centrale » est ainsi la seule « vraie » liquidité en cas de choc.** A cet égard, il est regrettable que ni la Commission européenne, ni le Parlement européen n'ait souhaité rendre obligatoire la constitution des CCP en établissements de crédit.

En pratique, il apparaît donc absolument nécessaire que les banques centrales de l'Union européenne, notamment la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre, signent des accords de coopération

¹ Vivien Lévy-Garboua, « La compensation, rêve et réalité », in *L'Agefi Hebdo*, 30 juin 2011.

permettant de traiter toute difficulté qui pourrait émerger en cas de défaillance d'un membre compensateur.

2. Une supervision des CCP insuffisamment européenne et des pouvoirs trop limités du collège des superviseurs

Le 24 janvier dernier, le Conseil a modifié sa position de compromis établie en octobre 2011, en vue « *de faciliter l'obtention rapide d'un accord avec le Parlement européen* ».

Le communiqué de presse du Conseil indique que « *la principale modification par rapport à l'orientation générale dégagée par le Conseil en octobre concerne la procédure d'agrément des contreparties centrales, en particulier, les pouvoirs de l'Etat membre d'origine [...] par rapport à ceux du collège des autorités de surveillance et de l'AEMF* ».

En octobre, le Conseil souhaitait que l'agrément d'une CCP ne puisse être contesté que par un avis négatif du collège soutenu par un vote à l'unanimité moins une voix.

La nouvelle position de négociation du Conseil est la suivante :

- à la suite d'un avis négatif exprimé par le collège à l'unanimité moins une voix, l'Etat membre d'origine peut saisir l'AEMF en vue d'activer le mécanisme de médiation contraignante ;

- si une majorité « suffisante » des membres du collège, à savoir deux tiers d'entre eux, s'oppose à l'agrément, cette majorité peut décider de saisir l'AEMF en vue d'activer le mécanisme de médiation contraignante.

Le Parlement européen s'opposait à la règle de l'unanimité, faisant valoir – à juste titre – qu'elle rendait inopérante la possibilité pour le collège de saisir l'AEMF et de s'opposer à la décision de l'autorité nationale.

3. La réciprocité incertaine des règles européennes et américaines

Le règlement n'aborde que de manière indirecte l'articulation des règles européennes et américaines tant en matière de chambre de compensation que de référentiel central.

En effet, la loi Dodd-Franck prévoit que les dépôts de collatéral auprès d'une chambre de compensation doivent rester sur le sol américain. Dès lors, seules les chambres localisées sur le territoire des Etats-Unis peuvent opérer sur ce marché.

Par ailleurs, un référentiel central des dérivés de gré à gré apparaît d'autant plus pertinent qu'il enregistre l'ensemble des dérivés au niveau mondial. En l'état actuel, il apparaît qu'une société américaine est seule en mesure d'offrir un tel service mais risque d'acquiescer un monopole de fait.

Pourrait-on alors envisager une asymétrie entre régulateurs américains et européens, les premiers ayant accès aux informations sur les dérivés européens tandis que les seconds seraient privés de données sur les dérivés américains ?

Il reviendra par conséquent à la Commission européenne d'engager des négociations afin de converger vers la plus grande réciprocité des règles applicables.

II. LA PROPOSITION DE RÉVISION DE LA DIRECTIVE « MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS » (MIF II)

A. LE CALENDRIER DE LA DISCUSSION

La directive « marchés d'instruments financiers » (MIF) 2004/39/CE a été adoptée le 21 avril 2004 et est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007. En juillet 2010, soit après un peu moins de trois ans d'application de la directive, la Commission européenne a lancé une consultation publique en vue de sa révision.

Elle a ainsi proposé, le 20 octobre 2011, un « paquet MIF II » comprenant à la fois une refonte complète de la directive de 2004 (proposition MIFID) et une proposition de règlement qui intègre certains éléments de la directive initiale, notamment s'agissant des questions de transparence pré-négociation.

Les deux textes ont été transmis au Parlement européen qui, à ce stade, a prévu de les examiner en commission le 9 juillet 2012 et en séance plénière le 11 septembre 2012. Les textes définitifs pourraient donc être publiés, au mieux, d'ici la fin de l'année 2012.

B. RÉVISER ET COMPLÉTER MIF I : UNE IMPÉRIEUSE NÉCESSITÉ

1. MIF I : un échec conceptuel

La directive MIF I a défini une nouvelle organisation des **marchés des actions** en supprimant, là où elle existait, la concentration des ordres en un lieu unique (la Bourse) et en **promouvant la concurrence entre plates-formes de négociation** pour favoriser l'innovation et la baisse des coûts d'exécution des transactions.

Ainsi, à côté des Bourses traditionnelles (appelées désormais « marchés réglementés »), sont apparus des « systèmes multilatéraux de négociation » (SMN ou MTF en anglais) ; ces deux catégories forment l'ensemble des « marchés régulés ».

Sur un marché devenu fragmenté, où il est désormais possible d'acheter une action « Renault » aussi bien à Paris, à Londres qu'à Budapest, l'enjeu de la directive MIF I était alors de préserver une équité dans la **formation et la découverte des prix**, qui doivent se réaliser dans la plus grande transparence.

a) MIF I n'a pas atteint les objectifs qu'elle s'était fixés

En 2004, l'ouverture à la concurrence des lieux de négociation des actions était parée de merveilleuses promesses : baisse des coûts, incitation à l'innovation, plus grande liquidité sur les marchés.

(1) Une baisse des coûts inégalement répercutée sur les investisseurs finaux

S'agissant tout d'abord des coûts de négociation, **il est indéniable qu'ils ont effectivement baissé**. Le rapport Fleuriot de février 2010¹ rappelle que « *d'après l'étude Oxera effectuée pour la Commission européenne, le coût moyen d'exécution d'un aller-retour durant les trois premiers trimestres de l'année 2008 s'établissait entre 0,25 et 0,30 point de base sur les MTF, tandis que les commissions de négociation des marchés réglementés se situaient entre 0,80 [Deutsche Börse, LSE, Euronext] et 2,90 [Grèce] points de base* ».

L'apparition de la concurrence a conduit les plateformes traditionnelles à baisser drastiquement leurs coûts et à revoir leur modèle économique.

Toutefois, le même rapport relevait que la question des coûts globaux n'était pas tranchée. En particulier, la fragmentation des marchés a obligé les acteurs à investir dans de nouvelles technologies pour suivre l'évolution des cours sur plusieurs places.

Plus encore, ainsi que l'indique la Commission européenne dans l'exposé des motifs du paquet « MIF II », « *les avantages de cette concurrence accrue n'ont pas profité de la même manière à tous les acteurs de marché et ne se sont pas toujours répercutés sur les investisseurs finaux, qu'ils soient professionnels ou de détail* ».

Le rapport Fleuriot estime pour sa part que « *la diminution des coûts pour l'investisseur final n'est pas démontrée, notamment pour les investisseurs non professionnels* ».

(2) Un impact sur la liquidité très difficile à mesurer

La directive MIF devait également accroître la liquidité disponible sur les marchés européens. De fait, la multiplication des plateformes de négociation doit logiquement permettre à un plus grand nombre d'investisseurs de se rencontrer. Mais, dans le même temps, du fait de la fragmentation des marchés, ils ne se rencontrent pas sur un lieu unique.

Si l'apport de liquidité, du fait de la MIF, est réel, alors l'écart des cours entre les prix proposés à l'achat et à la vente aurait dû se resserrer. **Toutefois, la concomitance de la crise financière et de l'entrée en vigueur de la directive rend toute mesure scientifique bien incertaine.**

¹ Pierre Fleuriot, Rapport au ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi sur la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), février 2010.

Il convient enfin de souligner que l'apparition du *trading* haute fréquence est une réponse à la fragmentation puisqu'il permet d'arbitrer les cours entre les différentes places. A ce titre, il devrait être considéré comme un apporteur de la liquidité. Toutefois, en pratique, les stratégies des *traders* haute fréquence ne semblent guère être guidées par l'apport de liquidité, celle-ci ayant pu être qualifiée, notamment par l'Autorité des marchés financiers (AMF), de **liquidité « artificielle », puisqu'elle peut se retirer quasiment immédiatement en cas d'événement de marché défavorable.**

b) L'absence d'anticipation des nouvelles pratiques de marché

(1) Les trous noirs de la régulation : l'apparition des « *crossing networks* »

La directive MIF a également échoué à anticiper les nouvelles pratiques de marché qu'elle autorisait. Sont ainsi apparus les « *crossing networks* », systèmes d'appariement interne des ordres des clients d'un même prestataire de services d'investissement (PSI) ou d'un groupe de PSI.

Or, comme le rappelle le rapport de l'AMF de juin 2010 sur la révision de la directive MIF¹ ils « ***opèrent dans un vide réglementaire, sans aucun statut, ni obligation de transparence pré-négociation imposée aux autres types de plateformes*** ».

Les « *crossing networks* » résultent donc d'un « trou noir » de la régulation. Leur existence est conforme à la lettre de la directive MIF mais ne saurait être fidèle à son esprit.

(2) Le développement de plateformes « opaques » : les « *dark pools* »

Une autre pratique de marché s'est développée dans le « sillage » de MIF I : les « *dark pools* » – ou, littéralement, « bassins opaques de liquidité ». Le rapport de l'AMF de juin 2010 constate que « ***la directive prévoit que sont exonérés de transparence pré-négociation les systèmes sur lesquels le prix est fixé sur la base d'un prix de référence importé d'un autre système sous réserve que ce prix soit largement diffusé et qu'il soit considéré comme fiable par les participants du marché. Cette dérogation est celle sur laquelle s'appuie le développement des dark pools. Même si les montants des volumes échangés sur ces systèmes de négociation dits "à prix de référence importés" restent encore faibles par rapport à ceux issus des autres exemptions, cette dérogation est celle qui suscite le plus de créativité de la part des plateformes de négociation et de divergences d'interprétation*** » parmi les régulateurs européens.

Il n'est guère aisé de disposer de chiffres exacts sur la part de marché détenue par ces « *dark pools* »². Néanmoins, cette pratique de marché se développe là encore **en contradiction avec l'esprit de la directive initiale**

¹ Jean-Pierre Pinatton, Olivier Poupart-Lafarge, Rapport du groupe de travail sur la révision de la directive MIF, juin 2010.

² Les « *dark pools* » effectueraient entre 1 % et 1,5 % des transactions sur le CAC 40.

puisque'une part non négligeable et potentiellement croissante de la liquidité échappe à l'obligation de transparence. L'AMF demande la suppression de cette dérogation.

c) La transparence pré-négociation : des exemptions qui ont prospéré

La directive de 2004 prévoit une obligation de transparence pré-négociation sur l'ensemble des plateformes de négociation. Ainsi, **tout investisseur peut connaître en permanence les volumes et les prix proposés à l'achat et à la vente.** Cette obligation est consubstantielle à l'ouverture à la concurrence. Sans transparence pré-négociation, l'investisseur ne sait pas sur quelle place il peut obtenir le meilleur prix (*cf. infra*, principe de « meilleure exécution »).

Toutefois, il est apparu légitime de prévoir des dérogations à cette obligation de transparence. En effet, en cas d'échanges de « blocs » de titres, une telle obligation pourrait conduire à déstabiliser le marché (la vente d'un bloc devant logiquement conduire à une baisse massive des cours).

Le règlement d'exécution de la directive MIF¹ prévoit quatre types de dérogations :

- en cas d'exécution sur la base d'un prix emprunté à d'autres plateformes (**prix importé**) ;
- en cas **d'ordres de taille importante** ;
- en cas de **transactions négociées** ;
- lorsque les ordres sont placés dans le système de gestion des ordres avant leur diffusion au marché (*iceberg orders*, **ordre à quantité cachée**).

En pratique, ce sont les autorités nationales de régulation qui accordent ces dérogations (appelées *waivers*) aux plateformes de négociation. Il n'y a donc pas de supervision européenne, ce qui a probablement conduit à une **multiplication des exemptions au principe de transparence pré-négociation** (*cf. supra* les *dark pools*).

d) L'obligation de meilleure exécution et la transparence post-négociation demeurent des vœux pieux

A côté de la transparence pré-négociation, le législateur européen a créé deux autres obligations : le principe de « meilleure exécution » et la transparence post-négociation.

Le principe de « meilleure exécution » consiste à garantir à son client que son ordre sera passé sur la plateforme offrant le meilleur prix. Ainsi, un intermédiaire (un prestataire de services d'investissement) ne peut favoriser une plateforme au détriment d'une autre : il doit exécuter l'ordre là où les conditions sont les plus favorables, évitant ainsi les conflits d'intérêts.

¹ Règlement n° 1287/2006 de la Commission.

Il convient toutefois de souligner que le principe de meilleure exécution revêt une signification un peu différente selon que les investisseurs sont professionnels ou non. Par exemple, pour un investisseur professionnel, le délai d'exécution constitue un critère qu'il convient de pondérer avec celui du prix. La « meilleure exécution » n'est donc pas un principe figé mais résulte d'une pondération pouvant d'ailleurs faire l'objet d'une négociation entre l'investisseur et son prestataire.

La transparence post-négociation figure parmi les éléments qui permettent à l'investisseur de vérifier que le principe de « meilleur exécution » a bien été respecté par son prestataire. Elle oblige toutes les plateformes à publier, en temps réel, les transactions effectuées (volume, prix) sur leur marché. En théorie, un investisseur devrait ainsi pouvoir comparer le prix qu'il a acquitté sur une place au regard de ceux pratiqués sur les autres places.

En pratique, il n'existe pas de vision consolidée de l'ensemble des transactions. La transparence post-négociation demeure un vœu pieux puisque les données sont aussi fragmentées que les marchés eux-mêmes, ce qui accroît le coût d'accès à l'information.

Le rapport Fleuriot relève également que *« les émetteurs expriment leur insatisfaction face aux difficultés qu'ils rencontrent dans le suivi des transactions portant sur leurs propres titres »*.

2. Les principales dispositions du paquet « MIF II »

Le paquet « MIF II » comprend une proposition de règlement (MIFIR) et une proposition de directive (MIFID).

Il a un champ de compétence plus large que MIF I puisqu'il s'applique, au-delà des seules actions, aux obligations, aux produits dérivés, aux quotas d'émission de CO₂, ainsi qu'à un ensemble étendu de produits financiers (fonds indiciels cotés, certificats de titres en dépôt et instruments similaires, produits financiers structurés) qui seront notamment soumis aux mêmes exigences de transparence que les marchés des actions.

a) Un maintien du régime des dérogations à la transparence pré-négociation

Les articles 3 et 7¹ de la proposition MIFIR posent toujours le principe selon lequel les marchés réglementés, les MTF et les OTF **« rendent publics les prix acheteurs et vendeurs, ainsi que l'importance des intentions de négociation exprimées à ce prix »**. Ces informations sont disponibles en continu pendant les heures de négociation normales, à *« des conditions commerciales raisonnables et sur une base non discriminatoire »*.

¹ Les articles 3 et 4 concernent les actions et produits financiers assimilés tandis que les articles 7 et 8 portent sur les autres instruments financiers.

Toutefois, les articles 4 et 8 autorisent des dérogations à ce principe de transparence pré-négociation. Ainsi, les autorités nationales de régulation « *peuvent dispenser [...] de l'obligation de rendre publiques les informations [mentionnées ci-dessus] en fonction du modèle de marché ou du type et de la taille des ordres [...]. Les autorités compétentes peuvent notamment lever cette obligation pour des ordres d'une taille élevée par rapport à la taille normale du marché* ».

Le règlement prévoit cependant que l'AEMF est informée des dérogations que les autorités nationales entendent accorder. Elle émet un **avis** sur ces dérogations. En cas de désaccord entre autorités compétentes, l'AEMF peut être appelée à jouer son rôle de « médiation contraignante ».

Les dispositions précitées demeurent assez générales dans leur énoncé et renvoient largement à la Commission le pouvoir d'adopter des actes délégués en vue de les préciser, à l'instar de ce qui avait déjà été prévu pour MIF I.

Néanmoins, comme l'indique l'exposé des motifs, « *les raisons qui ont motivé [les] dérogations à l'obligation de publier, en temps réel, les ordres et les prix en cours restent valables* ». S'agissant des marchés des actions et assimilés, **la Commission européenne n'a donc pas l'intention de proposer de restreindre ou de limiter les dérogations à la transparence pré-négociation.**

En revanche, **un travail technique approfondi devra être effectué s'agissant des marchés des obligations, des produits dérivés et des produits structurés** pour lesquels il devra notamment être tenu compte des caractéristiques propres en matière de liquidité.

b) Un renforcement de la transparence post-négociation

La Commission européenne semble avoir pris acte de la grande imperfection de la régulation actuelle en matière de transparence post-négociation.

Les articles 5 de la proposition de règlement (pour les actions) et 9 (pour les autres instruments financiers) obligent les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (MTF) et les systèmes organisés de négociation (OTF)¹ à **rendre publics « le prix, le volume et l'heure des transactions exécutées [...] dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques ».**

La proposition de règlement permet néanmoins aux autorités de régulation nationales d'autoriser la publication différée de ces données « *en fonction du type ou de la taille* » des transactions (articles 6 et 10), notamment lorsque la taille de la transaction apparaît élevée par rapport à la taille normale

¹ Les systèmes organisés de négociation sont couramment désignés par leur acronyme anglais MTF (Multilateral Trading Facilities). Il en va de même pour les systèmes organisés de négociation désignés par l'acronyme OTF (Organised Trading Facilities).

de marché pour l'instrument concerné, sous la surveillance de l'AEMF. Tout comme pour les dérogations à la transparence pré-négociation, si le principe peut apparaître légitime, sa traduction dépendra d'actes délégués pris par la Commission européenne.

Ces informations sont disponibles gratuitement quinze minutes après la réalisation de la transaction.

Par ailleurs, la proposition de directive **ouvre la voie à l'élaboration d'une « consolidated tape »**, c'est-à-dire à la constitution d'une base de données agrégées recueillant les informations post-négociation de toutes les plateformes et procédant à leur compilation. Il sera ainsi possible pour un investisseur ou pour le régulateur de connaître les caractéristiques des transactions sur un titre à un instant *t*. Cette consolidation est seule à même de permettre une véritable transparence post-négociation à un coût raisonnable pour les investisseurs. A ce stade, il est prévu que des opérateurs privés réalisent et gèrent une telle base de données consolidées.

c) La création d'une nouvelle plateforme de négociation : les systèmes organisés de négociation (OTF)

La directive MIFID propose de créer, à côté des marchés réglementés et des MTF, une quatrième¹ place de négociation : les systèmes organisés de négociation, plus couramment désignés sous leur acronyme anglais OTF (*Organised Trading Facilities*).

Le considérant 7 de la proposition MIFIR indique que « **cette nouvelle catégorie est définie de manière large, afin de pouvoir englober toutes les formes organisées, existantes ou à venir, d'exécution et de négociation ne correspondant pas aux fonctionnalités ou aux spécifications réglementaires des plateformes existantes. Il est donc nécessaire d'imposer des exigences organisationnelles et des règles de transparence qui favorisent la découverte efficiente des prix** ». La Commission européenne entend notamment donner un statut juridique aux « *crossing networks* ».

L'exposé des motifs de la proposition MIFIR explique également que « **les MR et les MTF se caractérisent par une exécution non discrétionnaire des transactions [...]. En revanche, l'opérateur d'un OTF dispose d'un certain pouvoir discrétionnaire sur la façon dont une transaction est exécutée. C'est pourquoi, il est soumis à des obligations de protection des investisseurs, à des règles de conduite et à des obligations « d'exécution au mieux » à l'égard des clients qui utilisent la plateforme. [...] Cependant, afin de garantir à la fois que l'opérateur de l'OTF est neutre lors de chaque transaction et que les droits des clients qui sont ainsi regroupés ne peuvent pas être mis en péril par une possibilité de faire du profit à leurs dépens, il est nécessaire d'interdire à l'opérateur de l'OTF de négocier en engageant ses propres capitaux** ».

¹ Les internaliseurs systématiques constituent la troisième catégorie définie par MIF I mais leur développement est demeuré embryonnaire.

d) *Un embryon d'encadrement du trading haute fréquence*

La directive MIFID prend en compte le *trading* algorithmique¹. Elle en donne la définition suivante : « *la négociation d'instruments financiers dans laquelle un algorithme informatique détermine automatiquement les différents paramètres des ordres, comme la décision de lancer l'ordre, la date et l'heure, le prix ou la quantité de l'ordre, ou la manière de gérer l'ordre après sa soumission, avec une intervention humaine limitée ou sans intervention humaine* ».

Plus précisément, l'article 17 de la proposition prévoit que les entreprises d'investissement recourant au *trading* algorithmique disposent de systèmes de contrôle des risques, notamment du point de vue de la prévention des abus de marché. Elles devront également transmettre des informations aux régulateurs nationaux sur les stratégies employées et des informations détaillées sur les paramètres de négociation. Les régulateurs seront ainsi en mesure de mieux connaître les *traders* à haute fréquence.

La Commission européenne propose également que « *les paramètres de négociation [...] d'une stratégie de trading algorithmique garantissent que la stratégie communique des cours fermes et compétitifs avec pour résultat d'apporter à tout moment [...] de la liquidité sur une base régulière et continue, indépendamment des conditions prévalant sur le marché* ».

Concrètement, il s'agit d'obliger les *traders* à haute fréquence à être véritablement **apporteurs de liquidité**, à l'instar des teneurs de marché, et à empêcher des stratégies dites de « *trend followers* », dans laquelle l'algorithme suit et accentue la tendance du marché. **Cette disposition pourrait, sans l'interdire, bouleverser le modèle économique du trading à haute fréquence.**

e) *Les « marchés de croissance des PME »*

L'article 35 de MIFID prévoit que des systèmes multilatéraux de négociation peuvent être enregistrés « *en tant que marché de croissance des PME* ».

Les conditions posées pour bénéficier de cet enregistrement sont les suivantes :

- la majorité des émetteurs sont des petites et moyennes entreprises ;
- des critères « *appropriés* » sont définis pour l'admission initiale à la négociation sur le marché ;
- lors de l'admission initiale à la négociation des instruments financiers, « *suffisamment d'informations sont publiées pour permettre aux investisseurs de décider en connaissance de cause d'investir ou non dans les instruments financiers en question, sous la forme d'un document approprié ou d'un prospectus* » (au sens du droit européen) ;

¹ Le trading à haute fréquence est considéré comme une sous-catégorie du trading algorithmique.

- des informations financières périodiques « *appropriées* » sont fournies en continu par ou au nom d'un émetteur sur le marché, « *par exemple sous la forme de rapports annuels ayant fait l'objet d'un audit* » ;

- il existe des « *systèmes et des contrôles efficaces* » pour prévenir et détecter les abus de marché, comme l'exige le règlement sur les abus de marché en cours de négociation.

f) Un encadrement des positions sur contrat dérivés sur matières premières

L'article 35 de la proposition MIFIR propose que l'AEMF puisse demander à toute personne des informations, notamment tous les documents pertinents concernant la taille et la finalité d'une position ou d'une exposition prise par l'intermédiaire d'un produit dérivé. Elle peut **exiger que la personne concernée prenne des mesures pour réduire la taille de la position ou l'exposition**. Ces deux dispositions sont de portée générale et concernent tous les produits dérivés.

S'agissant plus spécifiquement des dérivés sur matières premières, l'AEMF a également le pouvoir de **limiter la capacité d'une personne à participer à une transaction impliquant un tel instrument**. La proposition MIFID complète cet arsenal en prévoyant que les Etats membres veillent à ce que les marchés sur lesquels sont négociés des dérivés sur matières premières « *imposent des limites au nombre de contrats qu'un membre ou un participant au marché peut passer au cours d'une période spécifiée* ».

Les limites de position existent aux Etats-Unis depuis 1936. Elles **n'ont pas réellement permis d'atténuer la volatilité des cours mais elles ont réduit les possibilités de manipulation de cours**.

g) L'inclusion des quotas d'émission de gaz à effet de serre européen parmi les instruments financiers

Le projet de directive propose de **résoudre le problème du défaut de réglementation entourant le marché au comptant des quotas en les qualifiant d'instruments financiers** (annexe I – section C), ce qui revient à leur appliquer (du moins en principe) l'ensemble de la régulation s'appliquant à ces instruments, compte tenu, toutefois, de diverses exemptions.

Ces exemptions concerneraient :

- d'une part, des catégories de personnes, auxquelles la future directive ne s'appliquerait tout simplement pas (article 2) ;

- d'autre part, certains aspects de la réglementation financière.

Ainsi, la directive MiFID ne s'appliquerait pas aux « **personnes qui négocient des [quotas] pour compte propre en tant que membre ou participant d'un marché réglementé ou d'un MTF [...] à condition que ces prestations soient accessoires par rapport à leur activité principale** ». Concrètement, la grande majorité des entreprises soumises au SCEQE

n'entrerait donc pas dans le champ de ce texte. Néanmoins, les filiales spécialisées de groupes industriels ou énergétiques ayant le statut de prestataires de services financiers¹ relèveraient évidemment de cette réglementation.

D'autre part, le projet de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marchés (abus de marchés)², non visé par la présente proposition de résolution, prévoit :

- que les règles relatives à la publication d'informations privilégiées, ainsi qu'aux obligations en matière de listes d'initiés et d'opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes, ne puissent être appliquées aux émetteurs de quotas d'émissions exerçant des responsabilités en matière d'élaboration et d'application de politiques climatiques de l'Union ;

- et qu'une définition des informations privilégiées spécifique aux quotas d'émission soit arrêtée.

La nouvelle définition des quotas aurait également pour conséquence l'entrée du marché au comptant dans le **champ de compétence de l'AEMF**.

Ce régulateur, à qui il revient déjà de surveiller les marchés des dérivés de quotas, disposerait ainsi d'une vision globale sur ces instruments. Cela paraît cohérent et susceptible de garantir une supervision de qualité.

Pour autant, sur le modèle de ce qui a déjà été mis en place en France, l'AEMF serait invitée (point 6 de l'article 83) à « *coopérer avec les organismes publics compétents pour la surveillance des marchés au comptant et des marchés aux enchères et les autorités compétentes, administrateurs de registres et autres organismes publics chargés du contrôle de conformité au titre de la directive 2003/87/CE* », ce qui inclut notamment l'Agence de coopération des régulateurs de l'énergie (ACER).

h) L'obligation de négocier certains dérivés sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF

Le titre V de la proposition de règlement porte sur les instruments dérivés et doit être lu en parallèle avec les dispositions du règlement EMIR. Ce dernier va conduire à une standardisation plus grande des contrats négociés de gré à gré en vue de leur compensation.

Cette standardisation doit également **permettre de rendre ces instruments plus liquides et donc plus facilement échangeables sur un marché ouvert et transparent** (marché réglementé, MTF ou OTF). La proposition de règlement prévoit ainsi une obligation de négocier certains dérivés sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF.

¹ Tel est en particulier le cas de GDF Suez Trading.

² COM(2001) 651 final, dit projet de règlement MAD, en date du 20 octobre 2011.

Il revient à l'AEMF de définir quelles catégories de dérivés sont soumises à cette obligation. Pour ceux des dérivés négociés sur un marché réglementé, la compensation par une contrepartie centrale est également obligatoire.

Il n'est pas évident que l'ensemble des dérivés standardisés puissent être négociés sur un marché. En effet, la standardisation n'entraîne pas nécessairement une plus grande liquidité. Or il s'agit d'un critère essentiel pour le bon fonctionnement d'un marché. Par exemple, un CDS sur la dette namibienne peut tout à fait être standardisé, sa liquidité est en revanche plus incertaine.

i) Un accès non discriminatoire à la compensation

L'article 28 de la proposition de règlement pose le principe selon lequel **« une contrepartie centrale accepte de compenser des instruments financiers sur une base non discriminatoire et transparente, notamment en ce qui concerne les obligations de garantie et les frais d'accès, indépendamment de la plateforme où la transaction est exécutée »**.

Cet article est fondamental et permet d'éviter que les chambres de compensation n'imposent des conditions indues à leurs membres compensateurs ou à certains d'entre eux.

En particulier, cette disposition permet d'ouvrir les « silos » en n'obligeant pas un investisseur à réaliser sa transaction sur la plateforme détenue par la même entreprise que celle qui détient la chambre de compensation. De même, elle interdira à certaines chambres d'obliger les investisseurs voulant s'adresser à elles à contracter avec une banque actionnaire de la chambre.

Dans le même ordre d'idées, l'article 29 prévoit que les chambres de compensation peuvent accéder de manière non discriminatoire aux données de marché d'une plateforme de négociation dont elle compense les transactions.

j) Une possibilité accrue de surveillance et d'interdiction des produits et des activités financières

Enfin, MIFIR prévoit que l'AEMF peut, temporairement, **interdire ou restreindre** dans l'Union européenne **« la commercialisation, la distribution ou la vente de certains instruments financiers [...] ou un type d'activité financière »**. Il s'agit d'écarter une menace pour la protection des investisseurs, pour le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou pour la stabilité de tout ou partie du système financier de l'Union.

Un pouvoir identique est **conféré aux autorités nationales qui peuvent prendre des mesures permanentes mais proportionnées.**

C. LA POSITION DE LA COMMISSION DES FINANCES

Contrairement au règlement EMIR dont la discussion est achevée, le processus législatif ne fait que commencer pour MIF II. Le texte peut donc encore être modifié, infléchi ou renforcé sur de nombreux points.

1. La transparence pré-négociation : des dérogations encore trop nombreuses

En l'état actuel des propositions de la Commission européenne, **les dérogations existantes à l'obligation de transparence pré-négociation ne devraient pas être modifiées, au moins en ce qui concerne les marchés des actions.**

L'AEMF devrait cependant conduire un travail exhaustif de révision des exemptions déjà accordées sur le fondement de MIF I. A l'avenir, il devrait lui revenir d'autoriser toutes les futures exemptions.

La dérogation autorisant les transactions sur la base d'un prix importé, dont on a vu qu'elle était à l'origine des « *dark pools* », devrait être interdite.

2. La création des OTF : une idée à risque

La proposition de créer une quatrième catégorie de plateforme de négociation, au coté des marchés réglementés et des MTF, a suscité des réactions diverses de la part des différentes parties prenantes. L'intention de la Commission européenne est de faire migrer une partie des transactions effectuées de gré à gré, et tout particulièrement sur les « *crossing networks* », vers un marché organisé et transparent. A ce titre, on peut constater que la Commission européenne a clairement choisi **d'adapter le droit à la pratique.**

Toutefois, il demeure **une grande incertitude sur la manière dont les acteurs de marché vont utiliser et appréhender ce nouvel outil.** En particulier, la directive autorise les OTF à choisir leurs clients sur une base discrétionnaire. Formellement, ils ne sont pas exemptés des règles de transparence pré-négociation, mais fonctionnellement, on pourrait assister à l'émergence de marchés totalement privés où les obligations de transparence ne seront guère utiles qu'aux seuls membres du « club ».

A cet égard, lors de la table-ronde du 18 janvier 2012¹, Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF indiquait que « *avec ce système intermédiaire, on peut espérer rapatrier les négociations de gré à gré vers ces plateformes. On peut tout aussi bien craindre que celles aujourd'hui effectuées sur des SMN*

¹ Table-ronde du 18 janvier 2012 sur la régulation des marchés financiers, organisée conjointement par la commission des affaires européennes et la commission des finances.

organisés se transfèrent vers des plateformes intermédiaires moins régulées. C'est notre appréhension majeure s'agissant des marchés "actions" ».

En réalité, la situation est effectivement probablement différente selon le type de marché concerné. Le marché « actions » dispose des structures de marché *ad hoc* pour fonctionner (marchés réglementés et MTF). Outre la fin des exemptions inopportunes à la transparence pré-négociation, il **semblerait plus pertinent que la directive MIFID définisse précisément les transactions de gré à gré**. Il serait alors possible d'obliger toutes les transactions ne répondant à ces critères à être réalisées sur un marché réglementé ou un MTF. En tout état de cause, il serait totalement inopportun de supprimer l'interdiction d'effectuer des négociations pour compte propre pour les entreprises exploitant les OTF.

En revanche, la situation est probablement différente pour le marché des obligations et des produits dérivés. En effet, ces instruments financiers sont largement traités de gré à gré. Le règlement MIFIR prévoit d'ailleurs que des produits dérivés pourront désormais être obligatoirement négociés sur un marché.

Or la contrainte juridique sera d'autant plus efficace – et moins sujette à contournement – qu'elle est cohérente avec l'intérêt économique des acteurs de marché. A ce titre, les OTF, structures souples mais transparentes, pourraient être susceptibles d'attirer les transactions sur obligations ou sur produits dérivés. En tout état de cause, si les transactions ne « migrent » pas vers ces plateformes, le *statu quo* prévaut.

3. L'encadrement du *trading* à haute fréquence : une initiative à préserver et même à renforcer

La directive MIFID constitue, au niveau européen, la première occasion législative¹ de débattre du *trading* à haute fréquence. La Commission européenne n'a pas souhaité « sauter le pas » d'une interdiction pure et simple de cette pratique de marché, dont les effets déstabilisateurs ont été constatés. **Elle a en effet estimé qu'elle ne disposait pas de suffisamment d'éléments pour prouver, sans contestation possible, la nocivité du *trading* à haute fréquence.**

¹ Votre rapporteure avait proposé, à l'occasion de l'examen du projet de loi de finances pour 2012, d'établir une taxe sur le *trading* à haute fréquence.

Le trading à haute fréquence : une pratique déstabilisatrice

L'utilité sociale du *trading* algorithmique, et plus particulièrement à haute fréquence, est très controversée. Les études académiques, devenues abondantes, n'ont pas permis de trancher sur un constat véritablement objectif.

Pour ses partisans, il apporte de la liquidité aux marchés, améliore la qualité d'exécution des ordres et participe plus généralement à l'efficacité des marchés en équilibrant les prix entre places ou entre valeurs liées et en contribuant à la réduction des fourchettes d'achat et de vente.

Il reste que nombre d'acteurs - tant du côté des investisseurs que des marchés réglementés - qui n'étaient pas nécessairement de fervents partisans de ce mode de négociation, l'ont adopté pour maintenir leur compétitivité et leur rentabilité. Par un effet de réseau, l'emprise du trading à haute fréquence s'auto-entretient, induisant une « course en avant » technologique pour augmenter la capacité de traitement des flux d'ordres.

Ses détracteurs opposent les nombreux arguments suivants :

1) L'effet favorable sur la liquidité ne serait qu'apparent : cette supposée nouvelle liquidité est en réalité fugace, artificielle et « l'impact de marché » d'un ordre ne se réduirait pas.

2) La prépondérance des *traders* haute fréquence sur les marchés transparents (marchés réglementés et MTF) repousserait les transactions vers les marchés opaques (*dark pools*, internalisateurs et gré à gré).

3) Les algorithmes introduisent un risque opérationnel, soumettent les systèmes informatiques de bourses à un risque de surcharge et sont susceptibles d'interagir selon une logique mimétique, de nature à accroître les déséquilibres plutôt que de les résorber. De fait, le trading à haute fréquence est soupçonné d'avoir contribué au « flash crash » qu'ont connu les marchés d'actions américains le 6 mai 2010, et d'avoir amplifié la volatilité intra-journalière lors de la forte chute des marchés européens en août 2011. Les procédures de « coupe-circuits » ne semblent pas suffisantes pour prévenir le risque d'instabilité en cas d'intervention d'un « algorithme fou ».

4) L'instabilité permanente du carnet d'ordres introduirait une incertitude structurelle dans le *trading* – un ordre étant déjà obsolète au moment où il est envoyé – qui est un obstacle à l'efficacité des marchés.

5) Cette technique pose de réels problèmes d'équité concurrentielle et d'accès à l'information, entretenus par les nouvelles structures tarifaires des places de marché et la pratique de la co-location, mentionnée *supra*. On peut ainsi relever des barrières technologiques à l'entrée, une asymétrie d'information liée à une capacité d'analyse plus précoce, l'éviction des investisseurs plus « lents » ou l'accélération d'une tendance oligopolistique. Un « marché à deux vitesses » tend ainsi à se mettre en place.

6) Enfin et surtout, le *trading* à haute fréquence peut accroître les facultés d'abus de marché, en particulier de manipulation de cours, ou induire des pratiques juridiquement douteuses. Selon l'AMF, les principales techniques suspectes sont les suivantes :

- « *layering/spoofing* » : déstabiliser le carnet et influencer temporairement les cours par un afflux massif d'ordres, en vue de faciliter la réalisation d'une transaction en sens inverse. Cette technique comprend de nombreuses variantes et a déjà fait l'objet de sanctions aux Etats-Unis ;

- « *momentum ignition* » : accompagner ou déclencher une bulle de très court terme en espérant inciter d'autres investisseurs à se positionner, puis déboucler la position ;

- « *quote-stuffing* » : envoyer des ordres en très grand nombre, souvent répétitifs et sans logique économique, pour perturber ou freiner la lecture du carnet d'ordres par les autres participants, sonder leurs intentions ou masquer ses propres anticipations ;

- « *smoking* » : envoyer des ordres passifs attractifs en espérant déclencher des ordres « au marché », pour se repositionner ensuite à un niveau plus élevé.

Les bénéfices du *trading* à haute fréquence paraissent donc très incertains, alors que ses risques potentiels pour l'intégrité et l'efficacité des marchés sont nombreux et réels. Les régulateurs nationaux, l'Autorité européenne des marchés financiers et la Commission européenne ont pris tardivement conscience des dangers d'un marché dominé par la technologie et la vitesse d'exécution.

Source : Nicole Bricq, rapport sur le projet de loi de finances pour 2012, Tome II, fascicule 1, volume 1 : Les conditions générales de l'équilibre financier (première partie de la loi de finances).

La Commission européenne a néanmoins proposé, outre une définition du *trading* algorithmique, les prémices de son encadrement. En particulier, les *traders* à haute fréquence affirment qu'ils sont apporteurs de liquidité. Or, malgré des volumes d'ordres très élevés, on constate que **la soi-disant liquidité qu'ils offrent au marché est bien souvent très artificielle.**

Le texte de la Commission européenne les oblige par conséquent à réellement être, en permanence, apporteurs de liquidité. La disposition proposée mérite probablement d'être éclaircie et précisée dans les mois qui viennent. **Elle permet néanmoins de mettre fin à la confusion entre volume et liquidité, cette dernière étant seule utile au bon fonctionnement du marché.**

De même, les dispositions proposées permettront aux régulateurs de mieux connaître le *trading* à haute fréquence, tant ses acteurs que ses méthodes. A terme, la compilation de ces données autorisera la Commission européenne, l'AEMF et les régulateurs à mieux saisir l'impact réel sur le marché.

En tout état de cause, si l'interdiction du *trading* à haute fréquence ne devait pas être retenue dans le texte définitif, d'autres méthodes se révéleraient efficaces pour le limiter, telles que la taxation, l'application de tarifs spécifiques, la limitation du nombre d'ordres annulés ou l'imposition d'un temps de latence minimale.

La taille des pas de cotation est également un enjeu important : plus le nombre de décimales est élevé et plus les opportunités d'arbitrage pour les traders à haute fréquence le sont également. A ce jour, un « *gentleman's agreement* » entre places de négociation a permis de limiter ce nombre à trois. Il convient d'inscrire ce chiffre dans la directive MIFID.

4. L'inclusion des quotas d'émission de gaz à effet de serre parmi les instruments financiers : une avancée notable de la Commission européenne

a) Une réponse adaptée à une préoccupation ancienne de votre commission des finances

La proposition de la Commission européenne de considérer que les quotas de CO₂ entrent dans la catégorie des instruments financiers devrait engendrer une régulation efficace du marché des quotas. Cette position est celle de votre commission des finances et de sa rapporteure.

A cet égard, il convient de rappeler :

- que, dès juillet 2009, le rapport¹ du groupe de travail sur la fiscalité environnementale, présidé par notre collègue Fabienne Keller, avait déploré la « *quasi absence de réglementation et d'encadrement des marchés d'échanges de quotas* » dans la directive 2003/87/CE (dite « directive quotas ») modifiée par la directive 2009/29/CE. Le groupe de travail avait considéré que « *ce qui pouvait être considéré comme acceptable sur un marché naissant ne l'est plus dès lors que ce marché devient mature et qu'il conditionne une partie de la compétitivité de l'industrie européenne* ». Il avait donc souhaité que le Gouvernement défende fermement l'instauration de règles au niveau européen et qu'une (ou des) autorité(s) soi(en)t chargée(s) de les faire respecter ;

- qu'en octobre 2010, **votre commission des finances avait été à l'origine** (en partenariat avec le Gouvernement) de l'amendement à la loi de régulation bancaire et financière instaurant une **réglementation nationale du marché au comptant des quotas**².

La commission avait ensuite poursuivi ces travaux, en organisant notamment une table ronde sur le sujet le 9 mars 2011³.

¹ « *En attendant la taxe carbone... Enjeux et outils de la réduction des émissions de CO₂* », n° 543, (2008-2009).

² Article 9 de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010. Voir le rapport n° 703 (2009-2010) de M. Philippe Marini, commentaire de l'article 2 sexies.

³ Le compte-rendu de cette table ronde est disponible à l'adresse suivante : <http://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20110307/finc.html#toc4>

Principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière relatives à la régulation du marché carbone

« - [La loi française] autorise la négociation de quotas sur un marché réglementé. En pratique, la plateforme d'échange française Bluenext, jusqu'alors non régulée sur son compartiment au comptant, devient un marché réglementé supervisé par l'AMF. Ceci permet également de répondre aux exigences du règlement européen portant sur l'organisation des enchères de quotas de CO₂ en Europe, qui impose des standards de robustesse et de supervision aux plateformes qui seront amenées à réaliser des adjudications ;

« - Elle donne compétence à l'AMF sur le marché au comptant de CO₂. L'AMF n'était auparavant compétente que sur les produits à terme, dès lors qu'ils répondaient aux exigences en termes de qualification juridique comme étant des instruments financiers ;

« - Elle étend la mission de la Commission de régulation de l'énergie (CRE) à l'analyse de la cohérence entre les fondamentaux des marchés de l'énergie et les transactions réalisées sur le marché du CO₂. Ainsi, l'article 28 de la loi du 10 février 2000, modifié par la loi de régulation bancaire et financière, prévoit désormais que la « Commission de régulation de l'énergie surveille les transactions effectuées par les fournisseurs, négociants et producteurs d'électricité et de gaz naturel sur les EUA¹, CER² et ERU³, afin d'analyser la cohérence de ces transactions avec les contraintes économiques, techniques et réglementaires de l'activité de ces fournisseurs, négociants et producteurs d'électricité et de gaz naturel » ;

« - Elle instaure le principe d'une coopération élargie entre l'AMF et la CRE, à travers l'échange de renseignements utiles à l'accomplissement de leurs missions respectives. La loi de régulation bancaire et financière lève l'obligation de secret professionnel s'agissant d'échange d'informations entre les deux autorités. Elle permet également la saisine réciproque des deux autorités en cas de manquements possibles des acteurs du marché, tels qu'opérations d'initiés, manipulations de cours, diffusion de fausses informations, ou tout autre manquement de nature à porter atteinte au bon fonctionnement du marché. »

Source : rapport d'activité 2010 de la CRE

Néanmoins, **ces initiatives n'avaient jusqu'alors pas permis de faire avancer la réglementation au niveau le plus pertinent, à savoir l'échelon communautaire.**

Le rapport⁴ remis par Michel Prada, ancien président de l'Autorité des marchés financiers (AMF), au Gouvernement, en avril 2010, avait pourtant formulé des propositions en ce sens. Il est d'ailleurs à noter que ce rapport plaidait en faveur d'une définition et d'une réglementation *ad hoc* pour les quotas, du fait de la spécificité de ces instruments d'un nouveau genre. Il soulignait ainsi que leurs caractéristiques pouvaient rendre complexe l'application des règles habituelles (par exemple, en matière d'information du

¹ Quota d'émission européen (European Union Allowance)

² Unités de réduction des émissions certifiées (Certified Emission Reduction), dans le cadre du protocole de Kyoto, provenant des projets issus du mécanisme de développement propre (MDP).

³ Unité de réduction des émissions (Emission Réduction Units), dans le cadre du Protocole de Kyoto, provenant des projets issus du mécanisme de mise en œuvre conjointe (MOC).

⁴ La régulation des marchés du CO₂, avril 2010.

marché ou de délit d'initiés, les grands projets industriels susceptibles d'influer sur le marché relevant par ailleurs du secret des affaires).

La Cour des comptes a récemment consacré un référé sur la sécurité et la régulation du marché des quotas de CO₂.

b) Des exemptions qui semblent cohérentes avec le champ et l'objet du marché des quotas

Les exemptions prévues par le projet de directive (ainsi que le projet de directive MAD précité) paraissent adaptées et répondre aux préoccupations exprimées tant par le rapport Prada que par les industriels.

En effet, selon les éléments recueillis par votre rapporteure, les industriels, tout en soutenant un renforcement de la régulation communautaire du marché des quotas, ont fait valoir leurs inquiétudes relatives à leur assimilation à des instruments financiers. Ils estiment, en particulier, que certains pans de la réglementation ne sont pas adaptés à la spécificité des quotas, compte tenu de leur objet même (réduire les émissions de gaz à effet de serre), de leurs caractéristiques (mode d'allocation primaire par les Etats) et de leur nature (instruments réglementaires fondés sur l'obligation pour les industriels relevant du SCEQE de les restituer afin de couvrir leurs émissions).

De ce point de vue, **le principe de non-application de la directive MiFID aux industriels agissant pour leur propre compte** et dont les échanges de quotas ne constituent qu'une activité non essentielle **apporte une réponse à ces craintes**. De fait, il serait sans doute excessif d'imposer à des industriels actifs sur le marchés des quotas afin de remplir une obligation légale de devenir, à cette seule fin, des prestataires de services financiers.

De même, **les orientations retenues pour l'instant au sein du projet de règlement MAD précité paraissent logiques**. Ainsi (article 12 du projet), les obligations de publications privilégiées ne s'appliqueraient pas à un acteur du marché des quotas d'émission lorsque les installations qu'ils possèdent ou contrôlent ont présenté, au cours de l'année précédente, des émissions inférieures à un seuil minimal d'équivalent-CO₂¹, à définir par un acte délégué de la Commission européenne. L'objet de cette disposition est de ne faire entrer dans ce champ que les industriels qui, par leur taille, peuvent, à eux seuls, avoir une influence significative sur le marché des quotas. De fait, les industriels relevant du SCEQE se trouveront, par définition, en possession d'informations privilégiées (ne serait-ce que leur propre niveau d'émissions ou encore leurs projets d'ouvertures, d'extensions ou de fermetures de site).

Les principales remarques des industriels, qui figuraient également dans le rapport Prada précité, ont donc été prises en compte par la Commission européenne. **Il importe néanmoins que la revue de la réglementation financière se poursuive afin de s'assurer qu'au terme de ce processus, il**

¹ Si ledit industriel exerce des activités de combustion, le seuil minimal concernerait la puissance thermique nominale de l'installation.

ne subsiste plus d'incompatibilité entre ce corpus de règles et la réalité du marché des quotas de CO₂.

Des clarifications pourraient, en particulier, concerner les points suivants :

- la cohérence entre le statut des quotas lors de leur allocation primaire, régis par le règlement n° 1031/2010 du 12 novembre 2010 sur l'organisation des enchères de phase III (dit « règlement enchères »), non qualifiés formellement d'instruments financiers, et les quotas échangés sur le marché secondaire, relevant de la directive MIF, l'ensemble de ces quotas étant parfaitement fongibles ;

- les conséquences possibles de la nouvelle qualification des quotas sur le statut et le fonctionnement des teneurs de registres nationaux (la Caisse des dépôts et consignations en France) ;

- l'éventuelle application des normes prudentielles en matière de fonds propres aux différents acteurs du marché des quotas.

D'autre part, d'un point de vue comptable, il conviendrait de préciser si la qualification des quotas impliquerait une valorisation au cours du jour dans le bilan des industriels relevant du SCEQE.

5. Les marchés de croissance des PME

La révision de la directive MIF est l'occasion d'aborder le financement des PME par le marché, dans un contexte où le crédit bancaire risque se raréfier. Il faut saluer l'intention de la Commission européenne mais la lecture de l'article 35 **laisse entendre que les « marchés de croissance des PME » seront surtout un label plutôt qu'un ensemble juridique cohérent permettant réellement d'attirer les PME dans un contexte sécurisé tant pour les investisseurs que pour les entreprises.**

En l'état actuel du texte, il est néanmoins prévu que les marchés de croissance des PME devront disposer de systèmes destinés à **se prémunir contre les abus de marché**. Ce point est fondamental pour établir la confiance sur de tels marchés ; il doit absolument être maintenu.

III. LES AMENDEMENTS ADOPTÉS PAR LA COMMISSION DES FINANCES

Considérant l'ensemble de ces éléments, votre commission des finances a, sur proposition de sa rapporteure, adopté dix amendements en vue de modifier la proposition de résolution européenne, dont deux amendements rédactionnels ou de précision (amendements n° 1 et 10).

S'agissant tout d'abord du règlement EMIR, elle s'est félicité que l'Union européenne soit **en mesure de transposer, dans les délais (avant fin 2012), un engagement fort et important pris par le G 20 de Pittsburgh** (amendement n° 2).

Toutefois, elle a regretté que le texte de compromis élaboré par le trilogue **n'accorde pas une place plus importante au régulateur européen dans la supervision des chambres de compensation** (amendement n° 2).

De même, elle a insisté sur la nécessité que les chambres de compensation puissent **accéder directement, quel que soit leur lieu d'établissement, à la liquidité accordée par une banque centrale**, seule véritable « liquidité », en cas de tensions sur les marchés (amendement n° 2).

Enfin, elle a jugé que **l'AEMF devait contrôler les conditions** dans lesquelles les chambres de compensation assurent effectivement **un accès transparent et non discriminatoire à leurs prestations** (amendement n° 2).

S'agissant ensuite de la proposition de révision de la directive MIF, la commission a constaté que **le texte adopté en 2004 n'avait pas atteint les objectifs qu'il s'était fixés** et qu'il est donc nécessaire de le revoir en profondeur (amendement n° 3).

En particulier, **les possibilités d'exemptions à la transparence pré-négociation devraient être drastiquement diminuées par MIF II**, sous la surveillance de l'AEMF (amendement n° 4).

Votre commission des finances a également observé que les OTF obéissent à des règles **moins strictes que les MTF et les marchés réglementés** puisqu'ils peuvent choisir leurs clients. Elle a ainsi jugé indispensable que **la directive MIF II n'étende pas le champ d'intervention des OTF à la négociation des actions**, mais **définisse précisément le marché de gré à gré**. Elle a toutefois estimé que les OTF pourraient représenter **un progrès pour la négociation des obligations et des produits dérivés** (amendement n° 5).

La proposition de la Commission européenne prévoit la création des « marchés de croissance des PME ». Votre commission des finances a considéré que le droit européen ne peut se contenter de créer une simple « marque » et doit adopter **un ensemble cohérent de règles juridiques adapté aux contraintes des PME et digne de confiance pour les investisseurs**. En particulier, elle a souhaité que **la réglementation sur les abus de marché soit applicable sur ces marchés** (amendement n° 6).

En ce qui concerne le *trading* à haute fréquence, votre commission des finances soutient la proposition de la Commission européenne selon laquelle les *traders* à haute fréquence doivent être **apporteurs de liquidité**. Par ailleurs, elle a souhaité que, **à défaut de l'interdire, cette pratique de marché soit encadrée par d'autres méthodes**, notamment la limitation du nombre d'ordres annulés ou la limitation de la taille des pas de cotation (amendement n° 7).

Votre commission des finances s'est aussi félicitée que les **spécificités des marchés des matières premières soient prises en compte** par le texte proposé par la Commission européenne, notamment en ce qu'il prévoit des limites de position sur les instruments dérivés (amendement n° 8).

S'agissant enfin des quotas de CO₂, votre commission des finances a amendé (amendement n° 9) la présente proposition de résolution européenne afin :

- d'une part, **d'apporter le soutien du Sénat à la qualification des quotas d'émission de gaz à effet de serre en tant qu'instruments financiers** ;

- d'autre part, de poursuivre les travaux en cours visant à assurer que l'application de la régulation financière au marché des quotas **n'ait pas d'effets indésirables sur un marché présentant, par nature, de réelles spécificités**.

Au cours de sa réunion du mercredi 15 février 2012, présidée par M. Philippe Marini, président, la commission des finances a examiné le rapport de Mme Nicole Bricq sur la proposition de résolution européenne n° 278 (2011-2012) sur la régulation des marchés financiers.

Elle a modifié et complété la rédaction de la proposition de résolution européenne, dont le texte figure ci-après.

PROPOSITION DE RÉSOLUTION EUROPÉENNE ADOPTÉE PAR LA COMMISSION

- ① Le Sénat,
- ② Vu l'article 88-4 de la Constitution,
- ③ Vu la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (E 5645), dit « règlement EMIR » ;
- ④ Vu la proposition de révision de la directive « marchés d'instruments financiers » (MIF II) comprenant :
 - ⑤ - la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (E 6759), dite « directive MIFID » ;
 - ⑥ - la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (E 6748), dit « règlement MIFIR » ;
 - ⑦ Partage les objectifs retenus en terme d'efficacité et d'intégrité des marchés financiers mais souhaite que leur apport au financement de l'économie soit accru ;
 - ⑧ Souligne les avancées significatives en terme de régulation des marchés financiers que constituent les propositions EMIR, MIFID, MIFIR tout en considérant qu'elles ne peuvent constituer qu'une étape du travail de régulation financière ;
 - ⑨ Rappelle, à cet égard, la nécessité d'une harmonisation internationale des régulations et d'une coopération entre autorités de surveillance ;
- ⑩ I. Règlement EMIR
 - ⑪ Se félicite que l'Union européenne soit en mesure de transposer, avant la fin de l'année 2012, les engagements pris par le G 20 en vue d'encadrer les marchés des produits dérivés négociés de gré à gré ;
 - ⑫ Souligne le caractère systémique des chambres de compensation ;
 - ⑬ Estime, en conséquence, qu'une attention particulière doit être portée à la gouvernance, aux conditions d'accès pour les utilisateurs, à la supervision et à l'accès à la liquidité des chambres de compensation ;

- ⑭ Regrette, à cet égard, que le texte de compromis du Parlement européen et du Conseil n'accorde pas une place plus importante à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) dans leur supervision ;
- ⑮ Rappelle également qu'il est indispensable à la stabilité du système financier que, en cas de défaillance d'un membre de la chambre de compensation, celle-ci puisse accéder directement et quel que soit son lieu d'établissement à la liquidité accordée par une banque centrale ;
- ⑯ Insiste sur la nécessité que l'Autorité européenne des marchés financiers contrôle les conditions dans lesquelles les chambres de compensation assurent effectivement un accès transparent et non discriminatoire à leurs prestations ;
- ⑰ II. Révision de la directive MIF (MIF II)
- ⑱ Rappelle que la directive MIF I a permis que la négociation des actions puisse intervenir entre des plateformes concurrentes ;
- ⑲ Rappelle également que l'ouverture à la concurrence devait apporter une plus grande liquidité et entraîner une baisse des coûts pour les utilisateurs finaux ;
- ⑳ Constate que, quatre ans après son entrée en vigueur, les effets de la directive MIF I n'ont pas été à la hauteur des objectifs fixés : les marchés sont devenus plus fragmentés, conduisant à l'apparition de méthodes de négociation indésirables (*trading* à haute fréquence), les coûts de transaction ont globalement diminué mais ont été très inégalement répercutés vers les investisseurs finaux et les études réalisées sur la liquidité aboutissent à des conclusions contradictoires ;
- ㉑ Estime qu'il est donc nécessaire de revoir en profondeur la directive MIF I ;
- ㉒ Souligne l'importance essentielle de la qualité de l'information et de la transparence des marchés ;
- ㉓ Considère, en conséquence, que les dérogations à la transparence pré et post négociation doivent être limitées ;
- ㉔ Demande que les possibilités d'exemptions à la transparence pré-négociation soient drastiquement diminuées par MIF II, sous la surveillance stricte de l'AEMF ;
- ㉕ Soutient la solution d'un registre électronique exhaustif (*consolidated tape*) confié à un opérateur unique à même d'assurer la consolidation indispensable de l'information post négociation ;

- ②⑥ Constate que, afin de remédier aux insuffisances réglementaires de MIF I, la Commission propose de créer une nouvelle catégorie de plateformes de négociation appelées « systèmes organisés de négociation » (*Organised Trading Facilities* – OTF) ;
- ②⑦ Observe que les systèmes organisés de négociation obéissent à des règles moins strictes que les actuels marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation puisqu'ils pourront choisir leurs clients sur une base discrétionnaire ;
- ②⑧ Relève néanmoins que la proposition de la Commission européenne interdit aux systèmes organisés de négociation de réaliser des transactions pour compte propre ;
- ②⑨ Estime que les systèmes organisés de négociation peuvent présenter un intérêt pour la négociation des obligations ou des produits dérivés afin qu'ils soient traités sur des marchés transparents alors qu'ils sont aujourd'hui largement négociés de gré à gré ;
- ③⑩ Juge indispensable que la directive MIF II n'étende pas les OTF à la négociation des actions et définisse précisément le marché de gré à gré ;
- ③⑪ Estime indispensable et urgent de développer activement les modalités d'accès, dans des conditions sécurisées, des PME européennes à des marchés financiers adaptés à leur situation ;
- ③⑫ Considère, par conséquent, que l'article 35 de la directive MIFID ne doit pas se limiter à créer une marque « marché de croissance des PME » mais doit définir un corpus juridique adapté ;
- ③⑬ Souhaite en particulier que l'ensemble de la réglementation relative aux abus de marché soit applicable à ces marchés ;
- ③⑭ Considère nécessaire de renforcer l'encadrement des pratiques mettant en péril l'intégrité des marchés financiers et notamment les transactions sur base d'algorithmes (*trading* algorithmique et *trading* haute fréquence) ;
- ③⑮ Soutient la proposition de la Commission européenne selon laquelle les entreprises d'investissement utilisant une stratégie de *trading* à haute fréquence doivent apporter en permanence de la liquidité sur les marchés sur lesquels elles opèrent ;

- ③⑥ Souhaite également que, à défaut de l'interdire, soient au minimum développées d'autres méthodes d'encadrement du *trading* à haute fréquence telles que, par exemple, la limitation du nombre d'ordres annulés, la limitation de la décimalisation (pas de cotation), l'imposition d'une latence minimale dans la transmission des ordres, l'application de taxations et de tarifs spécifiques à ces transactions ;
- ③⑦ Se félicite que MIF II prenne en compte les spécificités des marchés de matières premières, en prévoyant des déclarations et des limites de position sur les instruments dérivés sur matières premières ;
- ③⑧ Approuve la qualification des quotas d'émission de gaz à effet de serre en tant qu'instruments financiers afin que ce marché soit régulé et encadré de manière efficace, sous réserve que des adaptations de la réglementation financière permettent de prendre en compte la spécificité des quotas ;
- ③⑨ Souligne le rôle central de l'Autorité européenne des marchés financiers dans l'efficacité de la régulation européenne des marchés ;
- ④⑩ Considère, en conséquence, que davantage de pouvoir d'intervention et de sanction, en coordination avec les régulateurs nationaux, ainsi que des moyens adéquats doivent lui être alloués.

TRAVAUX DE LA COMMISSION

I. TABLE-RONDE SUR LA RÉGULATION FINANCIÈRE – 18 JANVIER 2012

Réunie le mercredi 18 janvier 2012, sous la présidence de MM. Philippe Marini, président de la commission des finances, et Simon Sutour, président de la commission des affaires européennes, la commission a organisé, conjointement avec la commission des affaires européennes, une table ronde intitulée : « *Quelle régulation pour restaurer l'utilité sociale des marchés ?* » à laquelle ont participé MM. Michel Aglietta, professeur de sciences économiques à l'Université Paris-X Nanterre et membre du Conseil d'analyse économique, Steven Maijoor, président de l'Autorité européenne des marchés financiers, Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers, Mme Carol Sirou, présidente de Standard & Poor's France, et M. Hervé de Villeroché, chef du service du financement de l'économie à la direction générale du Trésor.

M. Simon Sutour, président de la commission des affaires européennes. – La commission des affaires européennes et la commission des finances ont souhaité organiser conjointement une table ronde pour accompagner notre réflexion sur les enjeux de la régulation des marchés financiers.

Nos deux commissions vont être prochainement amenées à examiner des textes qui constituent véritablement l'ossature des marchés européens : la révision de la directive sur le marché des instruments financiers et le règlement sur les produits dérivés.

Nous nous posons la question de l'utilité sociale des marchés. Soyons pragmatiques, il ne s'agit pas de diaboliser les marchés. Ne l'oublions pas, ils ont accompagné une période de croissance. Mais durant cette période, nous avons vu triompher ce que qualifierais de « fondamentalisme » de marché. Nous subissons et risquons de subir encore les conséquences d'une croyance absolue en l'autorégulation et l'efficacité naturelle des marchés.

Nous avons laissé les marchés se développer de façon autonome au point de diverger dangereusement de la réalité économique. La taille du marché des dérivés – 600 000 milliards de dollars – tout comme certaines pratiques du *trading* haute fréquence défient l'entendement.

Finalement, nous avons vécu une crise de confiance qui n'a pas eu beaucoup d'équivalent dans l'histoire de notre pays depuis la faillite du système de Law en 1720, qui avait causé des émeutes à Paris. Nous avons pris conscience, et l'ensemble de l'opinion publique aussi, du risque systémique que représentent les marchés financiers. Les mécanismes et les pratiques qui ont causé la crise financière sont toujours à l'œuvre. Trois ans après la crise

des *subprimes* nous nous devons de repenser la régulation. Une régulation financière, certes technique, mais surtout conforme à l'intérêt des citoyens. Une régulation financière qui donne concrètement les moyens et pouvoirs aux autorités de supervision. C'est l'occasion de faire des marchés financiers non pas une fin en soi mais un outil au service de l'économie. C'est une responsabilité politique dans laquelle nous devons nous engager fermement.

M. Philippe Marini, président de la commission des finances. – Dans la période inédite que nous traversons, nous avons besoin de réfléchir, d'échanger et d'agir. La régulation financière est un vaste ensemble de mesures auxquelles le Parlement est associé de longue date, mais plus encore ces trois dernières années. Depuis le G20 de Pittsburg, nous savons qu'il y a beaucoup à faire et qu'il faut une volonté implacable pour que l'économie de marché devienne véritablement efficiente et que les marchés financiers jouent tout leur rôle d'ajustement. La tâche n'a pas été négligée par la Commission européenne. Michel Barnier a proposé un programme de travail exhaustif et ambitieux : régulation des fonds alternatifs, encadrement des fonds propres bancaires, révision de la directive « marchés d'instruments financiers » (MIF), refonte des OPCVM, législation relative aux chambres de compensation et aux dérivés négociés de gré à gré, ou encore règlement sur les agences de notation. Je m'arrête là, mais cette liste est évidemment très incomplète.

Trois textes communautaires seront présentés début 2012 : la révision de la directive MIF, le règlement sur les infrastructures des marchés et les produits dérivés négociés de gré à gré et, enfin, la révision du règlement sur les agences de notation. Nos commissions souhaitent être associées aux réflexions menées. Il s'agit de textes denses et techniques, qui incitent à recourir à l'expertise extérieure, mais nous ne sommes pas à l'aise dans la comitologie bruxelloise. Nous préférons vous écouter ! M. Steven Maijor nous dira comment l'autorité européenne des marchés se met en place, M. Jean-Pierre Jouyet nous parlera de l'autorité française, Mme Carol Sirou, présidente de Standard & Poor's pour la France – redoutable tâche, mais je prends l'engagement que notre interlocutrice sortira sans encombre ni dommages de cette salle, à l'issue de la table ronde –, le professeur Michel Aglietta, l'une de nos grandes références, professeur à l'université Paris X – Nanterre et membre du Conseil d'analyse économique et, enfin, en tant que représentant de la direction générale du Trésor, M. Hervé de Villeroché.

M. Steven Maijor, président de l'Autorité européenne des marchés financiers. – La supervision européenne est confiée à la nouvelle Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Je remercie la France d'avoir soutenu dans la durée la création de cette nouvelle autorité. Notre objectif est de garantir une surveillance unique et cohérente dans toute l'Europe. C'est l'une des principales conclusions tirées de la crise. La concurrence entre réglementations nationales nuit à la gestion d'ensemble du secteur financier européen.

Nous travaillons aussi sur la protection des investisseurs de détail, qui ont souvent acheté des produits ou services dont ils ignoraient en fait le contenu.

La stabilité des marchés est également une préoccupation majeure pour l'AEMF. Nous travaillons sur les questions de la transparence mais aussi des risques qui peuvent se développer sur les marchés financiers. Pendant la crise, nous avons veillé à ce que les autorités nationales collaborent, comme, par exemple, sur les contrats d'échange sur défaut – les CDS – ou sur les produits dérivés. Nous nous efforçons aussi de renforcer la surveillance des agences de notation.

Je vais m'efforcer de vous donner quelques exemples de nos travaux. Au mois de décembre 2011, nous avons publié des recommandations sur le *trading* à haute fréquence qui doivent maintenant être mises en œuvre dans tous les pays de l'Union européenne. Comme je vous le disais, la supervision des agences de notation relève, depuis l'automne dernier, de l'AEMF. Nous avons d'ores et déjà terminé une série d'inspections que nous poursuivons dans les différentes agences.

S'agissant des investisseurs, nous avons émis des avis sur l'évaluation des dettes souveraines, de même que sur les nouvelles normes comptables. Nous avons également formulé des avis très précis sur la transparence, la surveillance des fonds propres bancaires et des fonds alternatifs. Très bientôt, nous nous pencherons sur la recommandation n° 4, qui concerne les OPCVM.

La création des trois autorités de surveillance européennes (ASE) était très importante pour assurer une meilleure coordination au niveau européen. Nous avons de nouveaux outils et une nouvelle organisation. Nous espérons désormais pouvoir créer ce corpus de règles uniques pour toute l'Union européenne. Ainsi, le vote à la majorité rend la décision plus facile.

L'AEMF reçoit régulièrement de nouvelles missions, telles que les agences de notation, les systèmes d'audit, mais pas de nouveaux crédits. Si notre budget n'est pas revu lors de chaque extension de compétences, la qualité du travail finira par en souffrir. A mon sens, un financement en augmentation et assuré exclusivement par les crédits de l'Union européenne est indispensable ; aujourd'hui les autorités nationales sont mises à contribution également. Songez que nous sommes passés en douze mois de 40 à 70 salariés.

Il est impératif d'éviter une concurrence au niveau des règlements au sein de l'Union européenne, mais la coopération entre les régions du monde est tout aussi nécessaire. Nous en avons les moyens et c'est indispensable afin que les différentes régions ne se fassent pas concurrence avec certains systèmes de réglementation qui seraient plus favorables que d'autres. Dans les directives et règlements européens, veillons à appliquer aux pays tiers le même niveau d'exigence qu'au sein de l'Europe, par exemple en ce qui concerne les agences de notation. De même sur les produits dérivés de gré à gré, dont le marché est véritablement international, nous devons travailler avec les pays

asiatiques, avec la Suisse, les Etats-Unis et nous efforcer de parler tous le même langage. A mon sens, les autorités des pays tiers sont prêtes à travailler avec nous, cependant, je n'ignore pas combien il est difficile d'établir au plan international une concurrence juste et équitable.

M. Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers (AMF). – La révision de la directive MIF partait de bonnes intentions : protéger les investisseurs, réguler les transactions de gré à gré, promouvoir la transparence, limiter le *trading* haute fréquence, créer un système d'équivalence et de reconnaissance mutuelle des prestataires de services d'investissement et des plateformes de négociation avec les pays tiers, et, enfin, classer les OPCVM selon leur degré de complexité. La première version de la directive créait des systèmes multilatéraux de négociation (SMN), afin d'attirer vers ces plateformes de négociation les transactions de gré à gré qui n'étaient pas régulées. Mais ce fut un échec total, car au lieu de tirer celles-ci vers le haut, ce sont les transactions des marchés organisés qui ont été aspirées vers le bas.

La Commission européenne propose de créer des *organized trading facilities* (OTF) afin d'augmenter la transparence du marché en organisant plus clairement le système des ordres d'achat ou de vente des transactions effectuées de gré à gré. Mais quel est l'apport réel de ces OTF ? Avec ce système intermédiaire, on peut espérer rapatrier les négociations de gré à gré vers ces plateformes. On peut tout aussi bien craindre que celles aujourd'hui effectuées sur des SMN organisés se transfèrent vers des plateformes intermédiaires moins régulées. C'est notre appréhension majeure s'agissant des marchés « actions ».

Vous l'aurez compris, cette proposition nous pose problème. Le régulateur français entend promouvoir des plateformes les plus transparentes en adoptant une hiérarchie claire sur ce critère et privilégier les marchés organisés. Ce qui serait paradoxal mais qui pourrait tout à fait advenir serait de parvenir à une plus grande transparence dans l'échange des produits dérivés, mais moins sur les titres classiques, telles que les actions et les obligations. C'est tout de même problématique !

Les dérogations au principe de transparence prévues dans le projet actuel, notamment lors du passage des ordres, doivent être limitées. Il convient aussi de consolider les informations après négociation sur les achats et les ventes, afin que les autorités nationales disposent de données fiables et consolidées. Ce n'est pas le cas aujourd'hui.

L'objectif de la régulation, c'est bien l'efficacité des marchés et leur intégrité. Le marché est un lieu de rencontre entre acheteurs et vendeurs de titres sur le fondement de leur analyse de la valeur des titres, or le *trading* haute fréquence a remis en cause ce postulat. Nous souhaitons que l'AEMF fixe des règles précises, par exemple sur les tarifs pratiqués pour les ordres annulés.

L'intégrité, disais-je : le projet de directive abus de marché et la directive MIF nous en donnent les moyens. Les plateformes cependant n'ont pas encore l'obligation de nous soumettre les carnets d'ordres, or cela seul garantirait une véritable surveillance de l'intégrité des marchés. Le règlement EMIR sur les infrastructures de marchés européennes vise à apporter de la transparence sur les marchés de produits dérivés, y compris de matières premières ; il rend l'enregistrement et la compensation obligatoires sur les marchés de dérivés, ce qui impose de renforcer les chambres de compensation. L'Europe a pris du retard par rapport aux Etats-Unis. Il est grand temps de le combler si nous ne voulons pas devenir dépendants des systèmes de compensation et d'enregistrement américains. Nous insistons auprès de la Commission européenne sur la réciprocité.

La compensation sur les produits dérivés est la condition de la stabilité financière ! Les chambres de compensation, en cas de défaut d'une partie, jouent le rôle de pare-feu. Lors de la faillite de Lehman Brothers ou plus récemment celle de MF Global, on a vu qu'il était possible de couper rapidement la branche morte. Nous insistons sur la nécessité de disposer de chambres de compensation situées dans la zone euro, pour les contrats libellés dans cette monnaie. Nous souhaitons que l'AEMF dispose d'un pouvoir fort sur ces institutions. Du reste, l'AMF a anticipé la mise en œuvre de la directive et exige que la majeure partie des transactions sur les dérivés, y compris celles conclues sur le marché ou de gré à gré, lui soient déclarées. C'est un message fort.

M. Hervé de Villeroché, chef du service du financement de l'économie à la direction générale du Trésor. – Je partage largement les constats formulés par M. Jouyet.

La régulation comporte quatre enjeux principaux. Quelle est la bonne régulation face à la fragmentation des marchés ? Comment prendre en compte les pratiques liées au système de cotation, comme le *trading* algorithmique ? Comment prendre en compte la finance de l'ombre ou *shadow banking* ? Comment réguler les marchés dérivés ?

Les marchés financiers, lorsqu'ils assurent correctement le financement à long terme des entreprises sont un atout de compétitivité ; ils deviennent un handicap s'ils fonctionnent mal. Ils évoluent très vite. C'est pourquoi, la régulation doit être efficace au niveau international et européen, avant de l'être au plan national. L'un entraîne l'autre.

La directive MIF est entrée en vigueur en novembre 2007 et les marchés réglementés se sont trouvés mis en concurrence par les SMN. Il en est résulté une moindre transparence pré-négociation et un développement des opérations de gré à gré, hors marché. Le prix des transactions a certes baissé, l'accès aux valeurs étrangères s'est élargi, mais la concurrence ne saurait s'exercer au détriment de l'efficacité ni de la régulation. Or, la fragmentation a augmenté, l'efficacité dans la formation des prix a diminué et l'opacité a favorisé les intermédiaires plutôt que les utilisateurs finaux. La révision de la

directive doit donc être l'occasion d'améliorer la transparence pré-négociation. En particulier, veillons à limiter les dérogations – pour des blocs de titres très importants, elles peuvent être de mise, mais gardons-nous de multiplier les exceptions ! Je crains, si celles-ci sont laissées à l'appréciation de chaque Etat membre, qu'il en résulte une concurrence féroce pour attirer la liquidité. A notre sens, il pourrait relever de l'AEMF d'accorder ou non les dérogations.

La Commission européenne propose de créer une nouvelle catégorie de modalités pour les opérations de marché : les OTF. Si la conséquence est de remonter vers les plateformes de négociation plus transparentes des transactions auparavant conclues hors marché, ce sera très bien ; si les transactions des marchés réglementés descendent sur ces plateformes, ce sera un échec.

Quant au *trading* haute fréquence, il est mondialement développé et la régulation doit donc être mondiale, européenne, avant d'être française. La liquidité est très mobile. Comprenons bien son utilité sociale, qui n'est pas évidente au premier abord. Sur des marchés fragmentés, le *trading* algorithmique sert à équilibrer le prix entre plateformes. L'activité d'arbitrage a toujours existé, c'est son développement massif qui pose problème. Nous avons beaucoup insisté, lors du G 20, pour qu'une réflexion soit engagée au plan international. La liquidité peut se retirer très vite, comme l'a montré le « *flash crash* » de mai 2010 aux Etats-Unis. Le trading haute fréquence pose également des questions sur l'intégrité lors de la formation des prix. Lorsqu'un intervenant envoie des milliers d'ordres avant de les annuler quelques millisecondes plus tard, quel est l'objectif qu'il poursuit réellement ? Il peut s'agir d'une volonté d'influer les prix, ce qui serait constitutif d'un abus de marché. La révision de la directive « Abus de marché » sera l'occasion d'encadrer ces pratiques.

La facilité serait de d'interdire purement et simplement le *trading* haute fréquence. Mais il assure au jour le jour un volume conséquent de transactions. Mieux vaut retenir une approche régulatrice au plan européen, afin que la liquidité n'émigre pas ailleurs. Le lieu de concentration de la liquidité emporte un enjeu majeur sur le régulateur responsable. Je rappelle que l'AMF est compétente parce que la liquidité, à titre principale, se situe sur la plate-forme que nous autorisons. Le jour où la liquidité se déplace, l'AMF perd sa capacité d'intervention.

Le *shadow banking* se développe à mesure que les exigences de solvabilité, de ratios de fonds propres et de liquidité qui s'imposent aux banques augmentent. La régulation du seul secteur bancaire est une incitation aux arbitrages en faveur d'institutions moins régulées.

Le risque est mondial et non franco-français. Il convient de travailler à l'échelon international sur la titrisation, les fonds monétaires, les activités de prêt-emprunt de titres, les *hedge funds* pour leurs activités proches du crédit. Le Conseil de stabilité financière a été mandaté par le G 20 pour faire des propositions dans ce domaine et j'espère que nous progresserons sur

l'ensemble de ces sujets dans le courant de l'année 2012. Nous souhaitons également que la Commission européenne puisse y travailler.

Dés la faillite de Lehman Brothers, on a compris la nécessité d'une meilleure régulation des marchés dérivés et le règlement EMIR est un enjeu essentiel de la sécurité du système. C'est par la compensation des dérivés, en effet, que l'on peut arrêter les accidents. Lors de la récente faillite du courtier MF Global, le risque a été absorbé sans contagion. Il faut à présent aller plus loin dans le champ et dans la définition des produits soumis à compensation : ils doivent être standardisés, donc faciles à compenser. Il faut aussi que les chambres soient solides, qu'elles ne pratiquent pas d'autres activités et qu'elles aient accès à la monnaie centrale.

La France est partisane d'une régulation équilibrée entre activités bancaires et activités de marché. La crise est arrivée dans une large mesure par les banques et il est désormais indispensable de renforcer la réglementation bancaire, mais en tenant compte des effets sur le financement de l'économie. Mais nous n'oublions pas la régulation des marchés. Il faut réguler les activités et non pas seulement les entités porteuses de risques.

M. Philippe Marini, président de la commission des finances. – En quoi les agences de notation sont-elles concernées par ce qui a été dit ici ? Notent-elles les « *dark pools* » ?

Mme Carol Sirou, présidente de Standard & Poor's France. – Notre rôle est d'analyser le risque de crédit. Nous ne sommes pas régulateurs mais acteurs, plus précisément observateurs, des marchés financiers. Pour nous, la régulation doit être cohérente au niveau international et coordonnée mondialement ; car les marchés sont interconnectés en même temps que fragmentés.

Pour continuer à disposer de financements à long terme, discipline, transparence et responsabilité sont indispensables. Quel rôle revient aux agences de notation ? Nous ne sommes pas des acteurs « actifs » des marchés, mais nous évaluons la qualité du crédit. Nous ne notons pas les produits dérivés ni les *dark pools* mais des entités juridiques, les chambres de compensation par exemple, et nous apprécions l'évolution de l'environnement réglementaire. La réforme en cours au niveau mondial, depuis le G 20 de septembre 2009, améliore la transparence et la stabilité du système financier. Aux Etats-Unis comme en Europe on cherche à attirer les transactions de gré à gré vers les plateformes de négociation : l'approche sur ce point est similaire. Les Américains ont déjà mis en place un certain nombre d'éléments, les Européens suivent ce mouvement. Les agences de notation sont dans leur rôle quand elles signalent des écueils. Aujourd'hui, 90 % des dérivés s'échangent de gré à gré – 600 000 milliards d'euros de notional ! Le transfert vers les plateformes et les chambres de compensation d'un tel volume ne se fera pas sans difficultés opérationnelles. Il nous faudra apprécier la capacité de chaque chambre à gérer des montants aussi considérables. Les faillites de Lehman Brothers et de MF Global ont été aisément absorbées, y compris grâce aux

fonds de garantie. Mais les fonds propres des chambres de compensation devront augmenter avec la croissance de l'activité. En outre, toutes les chambres de compensation ne seront pas capables de compenser tous les produits. Enfin, on demande aux banques de mobiliser du collatéral – 2 000 milliards de dollars selon le FMI – dans les chambres de compensation, mais cela a un impact sur leurs ratios de fonds propres que Bâle III tend à augmenter. Il y a là une contradiction entre les deux réglementations. De même, l'interopérabilité entre chambres de compensation est louable, mais j'y vois un risque de contagion. À mon sens, ces initiatives vont dans la bonne direction en accroissant la transparence sur les marchés. Les acteurs concernés sont habituellement notés A ou AA, mais il importe de ne pas sous-estimer les enjeux.

J'en viens au projet du commissaire Barnier sur les agences de notation, un texte qui me tient à cœur. Il importe d'améliorer la qualité des notations, donc l'efficacité des marchés. Je partage la volonté de renforcer la concurrence dans ce domaine et de réduire la dépendance envers les agences de notation. A ce propos, M. Jouyet a évoqué la « désintoxication aux agences de notation ». Cependant, certaines dispositions vont à l'encontre de cet objectif. Ainsi, la rotation obligatoire des agences qui s'imposerait aux émetteurs porterait atteinte à la continuité dans la notation, ce qui pèserait sur la perception des émetteurs européens par les investisseurs internationaux. De plus, certaines dispositions gêneraient l'entrée de nouveaux acteurs sur ce marché. Je pense notamment aux règles relatives à la responsabilité. Le texte proposé par la Commission européenne risque de réduire le nombre d'intervenants sur le marché, d'accroître la dépendance des investisseurs envers les agences de notation et d'induire une grande frilosité face au risque.

M. Michel Aglietta, professeur à l'université Paris X – Nanterre, membre du Conseil d'analyse économique. – Étant le seul académique du panel, je m'efforcerai de placer mon intervention sous le signe de l'expérience de la crise que nous venons de vivre, celle-ci remettant en cause le paradigme fondamental de la finance, à savoir l'efficacité du marché et la capacité de la finance à s'ajuster elle-même. Un tel changement de paradigme impose de trouver une nouvelle cohérence.

Ainsi, deux objectifs de la finance n'ont pas été atteints durant la période de libération financière exacerbée : tout d'abord, la stabilité globale du système financier n'a pas été assurée, alors qu'elle est un bien public en raison du risque systémique associé à la finance et qu'elle n'est pas capable d'éliminer par elle-même ; ensuite, nul ne peut aujourd'hui financer la croissance de long terme. Cette situation appelle une réforme de grande envergure.

La politique macro-prudentielle, récemment mise en place, incorpore la banque centrale et l'ensemble des régulateurs dans un Conseil européen du risque systémique. Comment cette instance pourra-t-elle détecter les germes de risque systémique suffisamment tôt ? La maîtrise du risque systémique est

cruciale, mais le contexte européen est compliqué : tout le monde ignore où se trouve le pouvoir.

La deuxième question concerne la place des agences de notation dans un contexte marqué par l'imbrication inextricable du risque de crédit et du risque de liquidité.

Les agences de notation savent évaluer scientifiquement le risque de crédit associé à une entreprise, car elles sont à même d'apprécier la capacité intrinsèque d'une entreprise à maîtriser son bilan à travers le cycle. Ainsi, une simple récession ne saurait justifier de dégrader une entreprise.

Or le risque de crédit et le risque de liquidité ne peuvent être séparés dans le cadre de la dette souveraine. Aujourd'hui, les marchés révèlent surtout leur inquiétude sur la capacité de la zone euro à se gérer et à gérer la crise qu'elle traverse, ce qui n'a rien à voir avec la soutenabilité à long terme des dettes publiques. En se fondant sur les CDS, on pourrait en déduire que la probabilité d'une banqueroute italienne serait de 30 %. Cela n'a aucun sens ! Qu'est-ce qui justifierait au cours des six derniers mois une telle dégradation dans l'appréciation de la capacité italienne à gérer sa dette publique par rapport aux trente dernières années ?

La corrélation entre les notes données par les agences et les cours des CDS montre que les investisseurs sont sous influence. La responsabilité en incombe aux Etats et aux régulateurs, qui ont mis les agences de notation au cœur des contrats d'assurance, privant ainsi les investisseurs de leur libre arbitre. La seule solution consiste à banaliser les agences, pour en faire des acteurs parmi d'autres formulant une opinion. C'est aux régulateurs d'extraire toute référence à la notation dans les règlements pour que les agences redeviennent de simples acteurs privés.

J'en viens à l'innovation financière, qui pose un problème de sécurité analogue à celui observé en matière sanitaire. L'innovation financière n'est pas soumise à des tests de dangerosité, alors que si l'on avait testé les CDO sur les *subprimes*, on aurait vu qu'ils explosaient en cas de crise immobilière. Pourquoi toute innovation financière est-elle présumée avoir une utilité sociale ? Par nature, une innovation est soumise à l'incertitude poppérienne : pour la lever, il faut faire des tests.

Le troisième élément concerne les normes comptables, un sujet crucial qui nous ramène au marché efficient. Que le prix *spot* corresponde à la juste valeur devrait être considéré comme une plaisanterie. Or c'est ce qu'affirment les prescriptions comptables, conduisant à incorporer toutes les fluctuations du marché dans les comptes d'exploitation. Cela incite les acteurs à ne détenir que des actifs sûrs, compromettant le financement à long terme.

Nous devons maintenant sortir du « *too big to fail* », ou plutôt du « *too systemic to fail* ». L'idée serait d'exiger des testaments ou « *living wills* ». Mais, songez à Lehman Brothers, qui disposait d'environ 3 000 véhicules hors bilan. Dès lors que l'on ignore l'ensemble des

transactions sur l'ensemble des marchés, on ne peut décomposer une entité que l'on veut mettre en faillite.

Le capitalisme ne peut correctement fonctionner lorsqu'un secteur s'affranchissant de la contrainte de la faillite se sent immunisé au point d'influencer de façon rédhibitoire la régulation elle-même. En outre, cette situation est incompatible avec la démocratie !

Mme Nicole Bricq, rapporteure générale de la commission des finances. – Le professeur Aglietta invite la puissance publique à reprendre la main. Tel est précisément l'objet de cette table ronde, organisée dans la continuité des travaux conduits au sein de la commission des finances.

Je reconnais une vertu à la crise financière : la culture financière a fait un bond en avant dans notre pays, qui s'en serait bien passé...

Nous avons besoin d'un regard plus que critique sur la directive MIF I, qui a organisé l'ouverture des bourses à la concurrence pour améliorer la liquidité et réduit les coûts des transactions pour les investisseurs. Après quelques années, le bilan apparaît très mitigé et il faut s'interroger sur l'échec conceptuel de la directive.

La directive MIF II va peut-être s'attaquer à ses défauts les plus criants, mais nous ne sommes pas prêts d'avoir en Europe une régulation digne de ce nom. Le régulateur européen, l'AEMF, aura-t-il les moyens de sa mission ? Je ne doute pas qu'il en ait la volonté. Au sujet du *trading* à haute fréquence, le Sénat avait introduit une taxe spécifique dans la dernière loi de finances, pour mettre le sujet sur la table, car cette pratique spéculative a deux défauts : son automaticité et la prise de risques à très court terme. Je crains que l'on ne débouche, comme d'habitude, sur un dispositif *a minima*. Or, pour diminuer le risque systémique, il faut imposer des contraintes fortes, puis interdire en cas d'échec. S'interdire par avance d'interdire n'est pas une bonne méthode !

Le recours aux chambres de compensation pose problème, bien que la transparence soit une bonne chose, car ces chambres pourraient concentrer le risque systémique. Elles doivent donc être adossées à la banque centrale.

Monsieur Jouyet, vous avez anticipé, sans doute en accord avec le Trésor, l'entrée en vigueur de la déclaration des transactions sur produits dérivés effectuées de gré à gré, donc hors marché. Pourquoi avoir introduit une exception en faveur des produits dérivés portant sur les matières premières et sur les changes ?

L'émotion soulevée par les agences de notation est quelque peu retombée, mais le problème réel tourne toujours autour de la concurrence. Sous prétexte qu'il serait ardu de la promouvoir, rien ne bouge !

Madame Sirou, vous avez mentionné la rotation. Son principe me semble bon, mais vous estimez que la responsabilité des agences commettant des erreurs ne devrait être mise en œuvre qu'après avoir établi la relation de

cause à effet entre l'erreur et la notation. Comment prouver ce lien ? Comment aussi se désintoxiquer des agences ? Par quoi pouvons-nous les remplacer ? Reprendre la valeur de marché serait un remède pire que le mal !

Enfin, pourquoi votre agence a-t-elle opéré une stratification de ses notes entre les différents pays au sein de la zone euro ? L'Allemagne va pâtir des difficultés de cette zone, elle affronte les difficultés très lourdes, avec une dette publique élevée et pourtant elle a conservé son AAA.

La taxe sur les transactions financières, également adoptée par le Sénat lors de la dernière loi de finances, est souvent conçue par certains comme un outil de rendement. Nous souhaitons lui assigner une fonction dissuasive. Sous quelles conditions peut-elle devenir un outil de régulation du marché ?

M. Richard Yung. – A quoi servent les marchés financiers ? En France, ils n'ont qu'un rôle limité dans le financement des entreprises.

Que représentent 600 000 milliards de dollars ? Ce montant équivaut à 10 ou 12 fois le PIB ! La sphère financière ne peut être 10 fois plus importante que l'économie réelle. Je comprends qu'un produit dérivé permette à un chef d'entreprise de se prémunir contre l'évolution des cours de matières premières acquises ou contre les variations d'une devise, mais cela ne représente qu'une toute petite partie des marchés dont nous parlons. Il faudra revenir plus nettement à l'économie réelle. Aujourd'hui, les PME ne peuvent accéder à ces marchés, très sélectifs à l'entrée.

J'ai compris les réserves inspirées à M. Jouyet par le projet de directive MIF II, mais n'y a-t-il pas là un progrès ? Que suggérez-vous notamment sur la proposition d'OTF ?

Un point majeur concerne la transparence des quantités et des prix, totalement impossible avec le *trading* à haute fréquence. Comment l'AEMF envisage-t-elle les échanges d'informations au niveau européen ?

Mettre en place une chambre de compensation par grand produit comporte un très fort risque systémique. Les régulateurs nationaux et européens ont-ils les moyens de les surveiller ? Qui va payer en cas de défaut ? Je ne suis pas certain que les Allemands soient disposés à adosser ces chambres de compensation à la Banque centrale européenne : ils diront que cette mission ne fait pas partie de ses mandats.

Renforcer les régulateurs est un sujet central. Je pense aux moyens dont dispose la SEC américaine. En outre, les administrateurs de l'AEMF sont les régulateurs nationaux et, par conséquent, peut-être pas ses meilleurs alliés.

M. Edmond Hervé. – Je partage l'opinion du professeur Aglietta sur la nécessité de banaliser les agences : elles ont été intronisées par les autorités politiques, ce n'est pas une raison pour leur accorder plus d'importance qu'elles n'en ont. Pour partie, nos autorités nationales ont abdiqué.

L'idée d'emprunts régionaux remonte aux années 1960 et 1970 du siècle dernier. Supposons que les conseils régionaux lancent un grand emprunt. Quelle serait la réaction de MM. Jouyet et de Villeroché ? Monsieur Maijor, quelles sont vos relations avec Eurostat ?

Appréciant beaucoup la réunion d'aujourd'hui, je souhaite qu'une autre soit consacrée au fonctionnement objectif des marchés.

M. Philippe Marini, président de la commission des finances. – Le 15 février, nous nous pencherons sur le financement de l'économie.

M. Alain Richard. – Supposons un instant que les marchés de produits dérivés soient fermés sur toutes les places de l'Europe continentale. Quelle en serait l'incidence sur le potentiel de croissance à moyen terme du continent ? Peut-on comparer l'effet stimulateur de ces marchés avec leur toxicité ?

M. François Marc. – Je me félicite que cette réunion ait été organisée. Merci aux intervenants, qui ont posé autant de questions nouvelles qu'ils ont apporté de réponses aux interrogations préexistantes.

La directive MIF me semble apporter quelques réponses, tout en restant insuffisante.

Jean-Pierre Jouyet a déclaré que 70 % des transactions financières échappaient aux instances de régulation. C'est dire combien la sphère financière se trouve dans un *no man's land* hors de contrôle.

Mon interrogation centrale porte sur les comportements. M. Aglietta nous a parlé d'innovation financière. D'autre part, les contraintes de Bâle III incitent à contourner la réglementation. La question fondamentale est donc la suivante : comment réguler l'innovation financière et les comportements des institutions financières, dont la tendance naturelle est de se soustraire aux contraintes ? Avons-nous des pistes de travail pour corriger les choses à la source ? À défaut, l'innovation financière crée un risque accru et nouveau, dans une course sans fin.

Mme Marie-Hélène Des Esgaulx. – J'ai beaucoup apprécié l'intervention de M. Aglietta. J'ai également écouté Mme Sirou rappeler que la mission des agences de notation était d'analyser le risque de crédit. Il me semble pourtant qu'elles s'efforcent d'aller au-delà, en formulant une opinion sur les évolutions institutionnelles, alors que la formation de leurs agents ne me paraît pas les préparer à ce travail. Formuler des jugements en ce domaine me semble donc dangereux. Notre responsabilité de parlementaires commande d'intervenir face à une situation grave.

M. Pierre Bernard-Reymond. – Je souhaite quelques éclaircissements sur l'avancement de ces questions aux États-Unis, sur l'état d'esprit des Américains et leurs relations avec l'Europe.

M. Éric Bocquet. – Je me félicite de cette table ronde, organisée après celle consacrée à Dexia et à la Banque postale. Il faut persister. La session annoncée sur le financement de l'économie est une bonne nouvelle.

La dérégulation est à l'œuvre depuis trois décennies : les traités européens ont imposé la libre circulation des capitaux, l'indépendance de la BCE, la concurrence libre et non faussée. Autant de principes que certains ont dénoncés il y a quelque temps, mais qui sont la réalité actuelle.

Parmi les agents intervenant sur les marchés dérivés, il me semble que 2 % à 3 % ont quelques liens avec l'économie réelle ; le reste n'est qu'une bulle.

On a parlé de *shadow banking*. BNP Paribas dispose de 189 entités dans les paradis fiscaux : c'est dire l'ampleur du problème !

Comment expliquer que les trois grandes agences aient des avis différents sur notre pays ? Comment les calculs effectués à partir des mêmes chiffres peuvent-ils conduire à des conclusions différentes ?

Enfin, j'ai lu dans la presse que M. Draghi avait appelé lundi à « apprendre à se passer des agences de notation ». Qu'en pensez-vous ?

M. Jean Germain. – Ce que nous faisons évoque le passage de la messe en latin à la messe en français : on modifie le capitalisme sans le supprimer.

Les États-Unis se sont désindustrialisés, car l'exigence excessive de rentabilité a chassé les industries autres que de haute technologie. Ce modèle trouve ses limites.

Le premier défi européen concerne le financement de nos investissements, y compris dans l'innovation et la haute technologie. Cela suppose un coût raisonnable de l'argent. Rappelez-vous la faillite de *Lehmann Brothers* et de l'assureur américain AIG, qui a englouti 180 milliards de dollars. S'ajoutent des inquiétudes liées aux produits dérivés. Aux États-Unis, il n'y a qu'une seule chambre de compensation, refinancée par la FED. Il est très français de décider qu'il n'y a ni États-Unis, ni Chine, mais la vérité est que ces pays existent. Notre schéma, fondé sur plusieurs chambres de compensation, est-il à la hauteur des enjeux ? Peut-on discuter utilement avec des Européens faisant partie d'autres espaces monétaires ?

Mme Carol Sirou. – Lorsqu'elles examinent une dette souveraine, les agences de notation prennent notamment en compte le risque politique.

Quel que soit le secteur, nous nous fondons sur le passé pour formuler une opinion sur l'avenir. Dans ce cadre, nous prenons en compte les chiffres et formulons une opinion sur la stratégie. S'agissant d'un État, nous prenons en compte le cadre institutionnel et la trajectoire financière adoptée par le pays : nous ne nous fondons pas exclusivement sur les chiffres, nous mettons l'accent sur la compétitivité économique, puisqu'il s'agit de nous prononcer

sur le remboursement de dettes dans 20 ou 50 ans. Sinon, notre métier consisterait à faire du « *scoring* ».

Ce qui a changé, c'est l'attention particulière accordée à la dette souveraine : nous notons 127 Etats et attribuons quelque 1 200 000 notes. Nous notons la plupart des pays depuis quarante ans : ni l'exercice, ni les méthodologies ne sont nouveaux. Nous nous interrogeons sur la trajectoire à moyen terme des Etats les plus endettés. Ce n'est pas seulement une question de ratios.

M. Philippe Marini, président de la commission des finances. – Pourquoi ne notez-vous pas les banques centrales ?

Mme Carol Sirou. – Parce qu'elles n'empruntent pas.

Sans noter la Banque centrale européenne en tant que telle, nous portons une appréciation sur la zone euro, qui est notée AAA. Au sein de cette zone, nous avons toujours différencié les risques. La mise sous surveillance de la zone euro décidée le 5 décembre exprime une préoccupation particulière sur sa capacité à sortir de la crise qu'elle traverse depuis 18 mois. L'acuité de celle-ci réduit la confiance dans son aptitude à trouver une solution à moyen terme. On peut s'interroger sur le rôle de la Banque centrale européenne dans cette équation.

Madame Des Esgaulx, dire que les analystes des agences sont moins bien formés que les habituels analystes du crédit est de bon ton, mais ceux travaillant dans le groupe Standard & Poor's sont formés dans les meilleures écoles françaises et européennes. Nos collaborateurs examinant la dette souveraine ont souvent fait leurs classes au FMI ou à la Commission européenne.

Mme Marie-Hélène Des Esgaulx. – J'ai contesté la capacité à formuler des opinions politiques, sans rien dire quant à l'analyse comptable.

Mme Carol Sirou. – Une des propositions faites serait de faire noter les Etats non par les agences, mais par le FMI.

Mme Marie-France Beaufils. – Le FMI n'est pas préférable !

Mme Carol Sirou. – Il ne me semble pas surprenant que les agences formulent des opinions différentes. Face à la concentration oligopolistique de ce secteur, il est légitime de vouloir augmenter la concurrence, dont le premier effet serait d'aboutir à des appréciations divergentes. Plus il y aura de concurrence au plan mondial – comme le souhaitent l'Europe, les Etats-Unis et l'Asie – plus les agences de notation proposeront des notations différentes, ce qui est souhaitable pour que chacun forge son opinion.

Pour diminuer la dépendance envers les agences, sortez de votre réglementation toute référence à la notation ! J'ai vu hier une brève sur un fonds de pension allemand, qui ne sait plus comment placer son argent, puisque ses statuts lui interdisent d'investir dans des papiers qui ne seraient pas notés AAA par les trois agences. Les professionnels doivent lire l'opinion

des agences, mais celles-ci ne prétendent pas à un rôle déterminant. Les CDS et les mesures de marché sont trop volatils.

Enfin, le régime de responsabilité en vigueur dans notre pays donne des garanties aux utilisateurs de notes, alors que le projet de M. Barnier encourage les contentieux au lieu d'obliger les investisseurs à se faire leur propre opinion.

M. Steven Maijor. – Pour commencer, examinons les conditions permettant l'émergence d'un marché efficient. Tout comme l'éducation ou le secteur médical, l'activité des marchés financiers exige plus de régulation, en raison des risques induits pour la société et les individus. Les marchés financiers doivent et méritent d'être mieux surveillés.

Faut-il accepter les produits innovants, sans le moindre dépistage ? La directive MIF I repose sur les prestataires de services. Je suis d'accord pour que l'AEMF ou les autorités nationales puissent suivre les produits innovants et les interdire. Cette idée est de plus en plus acceptée par les régulateurs nationaux. Passer de la transparence à l'interdiction de certains services est logique. La directive MIF II nous en donnera les moyens. Agir ainsi serait conforme aux intérêts de l'industrie financière, dont l'image est gravement ternie par certains produits.

J'en viens au *trading*. Après les progrès substantiels apportés par la directive MIF I, nous aurons plus de transparence avec MIF II. C'est indispensable d'avoir plus de lumière ! Les exemptions sont trop élevées. Si les fonds de pension veulent vendre des instruments, il faudra réduire l'opacité.

À propos des agences de notation, nous vivons des étapes majeures dans l'évolution du droit, mais il faudra encore du temps pour évoluer. L'effet des règlements européens ne s'est pas encore fait sentir. Il faut du temps pour changer en profondeur la manière d'opérer de tout un secteur d'activité.

Qu'on les apprécie ou non, les agences de notation font partie des marchés financiers. Il n'y a pas de solution à court terme. Leur existence est inévitable, mais il faut réduire notre dépendance. En outre, les agences doivent être responsables du service qu'elles rendent. J'ajoute que les propriétaires des grandes agences peuvent détenir certains produits ou instruments notés par leurs employés, il y a là un conflit d'intérêts que nous devons également éclaircir très rapidement.

S'agissant d'EMIR, le problème qui a été soulevé est de savoir jusqu'à quel point nous pouvons concentrer les risques vers les chambres de compensation. Il est faux de penser que la diversification crée moins de risques. Par exemple, les produits *subprimes* n'ont pas apporté les fruits attendus en la matière. Les chambres de compensation concentrent peut-être les risques, mais ils diminuent celui inhérent aux transactions, puisqu'un tiers les contrôle.

Nous avons de grandes attentes envers les systèmes de contrôle. L'AEMF doit élaborer des normes. Je suis ambitieux pour elle, mais l'AEMF ne peut pas tout faire en Europe ! Le modèle du futur repose sur l'exercice quotidien de la régulation par des autorités nationales, l'AEMF pouvant saisir les gouvernements. Il importe que le travail quotidien sur le terrain soit solide et conforme aux décisions de l'AEMF.

Jusqu'à quel point l'AEMF est-elle en contact avec la SEC américaine ? Nous sommes en contact avec la SEC et d'autres organismes semblables. Par exemple, nous négocions sur les agences de notation afin de déboucher sur un travail en commun. De même, dans le domaine des infrastructures des marchés financiers, le travail est extrêmement vaste. Il serait optimiste de dire que nous sommes partout au même niveau, mais les progrès sont indéniables, tant aux États-Unis qu'en Europe.

Je partage les commentaires du président sur l'importance de la réciprocité dans le système. Nous préférons l'interdépendance au fait d'agir chacun séparément.

Comment réglementer les comportements ? C'est le rôle essentiel de l'AEMF et des autorités nationales. Nous pouvons agir face à certains abus et modifier les règlements.

M. Hervé de Villeroché. – Je n'ai pas parlé des agences de notation. Différant peu du régime applicable en France, le régime de responsabilité proposé par la Commission européenne me convient. La responsabilité civile fait partie d'un régime normal lorsque l'on conduit une activité professionnelle. Bien des progrès ont été accomplis dans la régulation des conflits d'intérêt et de l'indépendance des agences. En revanche, la concurrence ne progresse pas et ce ne sont pas les exigences croissantes imposées aux agences qui vont atténuer la situation d'oligopole et favoriser l'arrivée de nouveaux entrants. Nous n'avons pas renoncé mais nous n'avons pas encore trouvé la formule !

Depuis longtemps nous appelons à une désintoxication par rapport aux notations : une appréciation plus fine des risques par des modèles internes serait préférable. Le recours aux agences est une solution de facilité. Les régulateurs nationaux avaient d'ailleurs tendance à s'appuyer sur les notations externes, donc à entretenir une dépendance à l'égard des agences. La Commission européenne s'est engagée à éradiquer ces références dans la réglementation. Pendant longtemps, les banques centrales se sont également appuyées sur les notations alors qu'elles ont les moyens d'apprécier le risque par elles-mêmes. Aujourd'hui la Banque centrale européenne n'a plus de système qui repose uniquement ou automatiquement sur les notations.

Les dérivés les plus utilisés sont les produits de change et de taux, les actions arrivant en troisième position. L'utilité d'une couverture contre un risque de taux ou de change se conçoit aisément. Il est trop simple de penser que ces activités sont inutiles. Tout ce qui permet de standardiser et de compenser ces dérivés va dans le bon sens.

Le défaut d'une chambre de compensation pourrait-il être absorbé par la banque centrale concernée ? On n'attend pas qu'elle recapitalise une chambre de compensation, ce n'est pas son rôle. Dans un bon système de régulation, ce sont les membres qui sont responsables d'un éventuel défaut. Ils doivent mettre en place un système de coussin de sécurité, certains sont logés dans le capital, d'autres sont appelables à tout moment en cas de risque. Sans doute peut-on relever le niveau des coussins de sécurité, mais une partie du risque sera inévitablement répercutée sur les membres. La chambre de compensation cependant, en cas de défaut d'une des parties, commence par saisir le collatéral déposé par l'intervenant défaillant et le vend pour éponger la perte : l'accès à la liquidité de la banque centrale lui évite de brader les actifs dans un contexte de marchés perturbés.

Les emprunts régionaux et les financements des collectivités territoriales sont un peu loin de notre sujet du jour, mais nous suivons bien sûr attentivement ces questions. Les grandes collectivités ont recours tant au marché qu'au crédit pour se financer, c'est une bonne chose. Des emprunts communs à deux régions ne poseraient pas de difficulté s'ils sont simplement des opérations conjointes ; il en va autrement si les collectivités s'engagent solidairement...

Le professeur Aglietta a parlé fort justement de l'innovation financière, laquelle doit faire l'objet d'une régulation coordonnée et d'une coopération internationale. Un dispositif appliqué unilatéralement chassera ailleurs l'innovation, qui se déplace vers l'environnement le moins contraignant. Une régulation efficace exige une vision générale et cohérente entre pays.

Le secteur financier en France ne saurait être décrit comme inefficace : le crédit bancaire dans notre pays progresse plus rapidement que dans le reste de la zone euro, à raison de 5,8 % en croissance annuelle au mois de novembre 2011. Pour les crédits court terme aux entreprises, les taux moyens sont de 2,8 % tandis qu'ils s'élèvent à 4,01 % pour les crédits de moyen et long terme. Ce sont de bonnes conditions de financement de l'économie, en comparaison des autres pays. On l'oublie parfois.

M. Jean-Pierre Jouyet. – Les agences ne doivent pas avoir de responsabilité systémique. Les régulateurs, les banquiers centraux et la Commission européenne doivent réduire le nombre de cas dans lesquels il est obligatoire de se référer aux agences de notation. Mais il est moins simple de se passer d'elles qu'on ne veut bien le dire. Une dépendance a été créée par plus d'une décennie d'habitudes qu'il faut à présent corriger. On retrouve le même phénomène dans la gouvernance des entreprises avec l'appel aux cabinets d'audit : on se décharge de ses responsabilités !

Les chambres de compensation constituent une mutualisation moins risquée. L'adossement des chambres de compensation à la monnaie banque centrale est nécessaire, pour éviter le risque systémique. C'est pourquoi il est très important que la zone euro dispose d'une chambre de compensation.

Il faut une démarche volontaire mais je partage l'avis de votre rapporteure générale, on n'élimine jamais complètement le risque. Les membres des chambres de compensation doivent donc également assumer une responsabilité.

Le retard pris par rapport aux Etats-Unis et l'attentisme européen ne sont plus acceptables : nous avons besoin de chambres solides, adossées à la banque centrale.

J'en viens aux dérivés : nous avons exempté les matières premières car nous avons considéré que les principaux risques d'abus de marché se produisaient principalement sur les dérivés actions et les dérivés de crédit. Par ailleurs, nous n'avons pas le personnel suffisant pour surveiller les transactions sur les matières premières ou les opérations de change – ces dernières étant du reste assimilées aux matières premières et non à des instruments financiers.

Les propositions de la Commission européenne sur les OTF marquent un progrès mais ce que nous souhaitons, c'est qu'il n'y ait pas de marché organisé au rabais. Nous voulons les mêmes garanties que celles sur les plateformes existantes.

S'agissant des emprunts régionaux, notre seule responsabilité concerne l'information des souscripteurs par les emprunteurs : nous sommes très vigilants sur ce point.

Je veux dire à M. Richard que les dérivés sont bien sûr utiles. C'est l'explosion du volume de transactions, comparé à celui observé sur le support physique, qui pose problème. Il y a lieu de reformater, de revenir à l'utilité économique d'origine, en distinguant l'effet stimulateur et l'effet toxique.

Une autre précision, pour M. Marc : 50 % des transactions échappent à la régulation. Il y a d'un côté un risque de sur-régulation, de l'autre un risque de développement du *shadow banking*. Il est contradictoire de demander aux banques d'apporter d'énormes montants de collatéral aux chambres de compensation, puis d'exiger d'elles des fonds propres plus importants. On prend alors le risque d'inciter les établissements à céder certaines activités à des entités moins régulées... J'observe également que la Banque centrale européenne mène de nombreuses opérations auprès des banques en ce qui concerne la liquidité. Autrement dit, les contraintes que l'on impose d'un côté aux banques obligent, de l'autre, à des interventions massives de la part de la banque centrale.

M. Michel Aglietta. – La question de la croissance est énigmatique. Les travaux économétriques menés sur un large panel de pays montrent que l'ouverture financière – l'importance des flux sortants et entrants – n'a pas d'effet sur la croissance potentielle. La croissance récente a été soutenue, au tournant des années 2000, par un endettement rapide des ménages, qui a poussé à la hausse la consommation. Ce fut le cas aux Etats-Unis ou en

Espagne. Mais l'instabilité conduit à une croissance toujours plus faible, décennie après décennie.

On a évoqué ici une régulation des comportements, qui interviendrait en amont au lieu de bloquer les prix ou les volumes. Le principe de l'innovation financière, c'est la dissociation des risques – comme la division du travail, dans un autre domaine – et l'élaboration de véhicules appropriés pour transférer ces risques ailleurs. Les options, les *swaps*, qui portaient sur le risque de volatilité des marchés, étaient un progrès. Mais la création des dérivés de crédit a augmenté le degré d'incertitude. Elle a entraîné différents comportements pervers. D'abord, l'arbitrage réglementaire, c'est-à-dire la transformation de crédits pour échapper aux exigences de Bâle en matière de fonds propres. Il y a là une désutilité sociale : une masse de crédits immobiliers est assise sur des arbitrages réglementaires. Voilà pourquoi il faut une régulation la plus homogène possible. Ensuite, les opérateurs ont pensé que les risques, bien divisés, bien disséminés, diminuaient globalement. Mais ils sont revenus de plein fouet sur les banques.

En réalité, il y a eu une sous-évaluation du risque. Les crédits initiaux étaient revendus immédiatement à des banques d'affaires qui les titrisaient, parfois en chaîne. *Asset backed securities*, titres dérivés de crédit, puis dérivés au carré, ont produit une masse considérable à partir du crédit initial. Outre la sous-évaluation du risque au départ, le levier de l'endettement a été utilisé à l'excès par les institutions financières, et toute volonté de le réduire se heurtait à un *lobby* puissant. Les *hedge funds* ont joué en cette matière un grand rôle, utilisant à fond les effets de leviers, comme le fonds LTCM en 1998, provoquant des faillites, dans les banques commerciales et dans les *shadow banks* aussi.

Il faut donc réduire l'ampleur des leviers, par exemple en exigeant de la banque qui titrise qu'elle conserve une part importante de ces produits dans son bilan. De cette manière, on réduit le potentiel d'expansion du crédit.

M. Richard Yung. – Je remercie tous les intervenants, qui nous ont apporté des éclaircissements sur des sujets complexes.

II. EXAMEN EN COMMISSION – MERCREDI 15 FÉVRIER 2012

Réunie le mercredi 15 février 2012, sous la présidence de M. Philippe Marini, président, la commission a examiné, en application de l'article 73 *quinquies*, alinéa 3, du Règlement du Sénat, le rapport de Mme Nicole Bricq, rapporteure, et procédé à l'élaboration du texte de la commission sur la proposition de résolution européenne n° 278 (2011-2012), présentée par M. Richard Yung, au nom de la commission des affaires européennes, sur la régulation des marchés financiers (*E 5645, E 6748 et E 6759*).

EXAMEN DU RAPPORT

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – La première partie de notre réunion de ce matin est consacrée à l'examen de la proposition de résolution européenne (PPRE) déposée par notre collègue Richard Yung sur la régulation des marchés financiers.

Avec cette proposition de résolution, nous nous concentrons sur les deux principaux textes de régulation financière : le règlement EMIR et la proposition de révision de la directive « marchés d'instruments financiers », dite proposition MIF II.

Tout à l'heure, nous aurons une table-ronde sur la régulation bancaire et je vous présenterai un autre rapport également sur une PPRE de Richard Yung le 7 mars. Nous avons distingué les deux sujets – peut-être de manière un peu artificielle, mais nous suivons les textes en cours d'élaboration à Bruxelles. Je précise, à ce titre, que j'ai effectué, jeudi dernier, un déplacement à Bruxelles.

J'en viens tout d'abord au règlement EMIR. Il vise à encadrer le marché des produits dérivés négociés de gré à gré, c'est-à-dire échangés de manière bilatérale. Il s'agit d'un engagement fort du G 20. En effet, la chute de *Lehman Brothers* a montré que tant le marché que les régulateurs ignoraient totalement les expositions sur produits dérivés de la banque. Plus généralement, les acteurs de marché ignorent les positions respectives des uns et des autres. Il est donc impossible de savoir quelles vont être les conséquences de la faillite de l'un d'eux. C'est ce qui a créé de vives tensions lors de la chute de *Lehman Brothers*.

Il fallait donc traiter deux enjeux fondamentaux : d'abord, réduire le risque inhérent à ce réseau très dense de produits dérivés, dont le notional dépassait 700 000 milliards de dollars au premier semestre 2011. Ensuite, il fallait absolument introduire de la transparence : savoir qui a signé un contrat, avec quelle contrepartie, sur quel type de dérivé, pour quel montant.

Le G 20 a pris ses deux engagements – transparence et maîtrise du risque – que le règlement EMIR doit traduire en Europe – de même que le *Dodd-Franck Act* aux Etats-Unis.

Je précise à ce point de ma présentation que le texte définitif du règlement EMIR a été arrêté la semaine dernière – le jour même où j'étais à Bruxelles. Notre proposition de résolution ne saurait donc être prescriptive mais il serait pour moi impensable que le Sénat ignore un texte aussi structurant.

Et pourtant, la France n'a pas vraiment de point de vue à faire valoir sur ce texte puisque nous avons abandonné tout notre post-marché aux anglo-saxons et aux Allemands. Autant dire que la Commission européenne, le Parlement ont surtout entendu les points de vue de ces deux pays...

Pour rentrer dans le détail, le texte prévoit que les dérivés négociés de gré à gré feront l'objet d'une compensation. Une telle mesure permet de réduire les risques inhérents à ces contrats puisque la chambre de compensation est une entité spécialisée dans la gestion du risque. Elle établit aussi des positions nettes entre les différents acteurs : en quelque sorte, elle « dégonfle » le montant des contrats.

La compensation sera obligatoire pour tous les dérivés dits « standardisés ». Il reviendra à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) de définir les dérivés standardisés. Ceux qui n'obéiraient pas à cette définition feraient l'objet d'un surplus de fonds propres dans les règles prudentielles des banques.

Le problème fondamental de ce système est que la chambre de compensation concentrera désormais le risque. Elle devient systémique. Théoriquement, elle est conçue pour gérer le risque, c'est-à-dire la défaillance d'un de ses membres. Elle doit disposer de suffisamment de capital et d'appels de marge pour absorber le choc. Mais, comme le souligne un observateur, « *tout l'édifice repose sur l'hypothèse qu'elles ne feront jamais défaut* ». La question que nous pouvons alors nous poser est de savoir si elles ne vont pas devenir « trop systémiques pour chuter ». Ne sont-elles pas les prochaines Dexia ou *Northern Rock* que la puissance publique sera contrainte de sauver ?

Lors de la présentation de mes amendements, je reviendrai notamment sur un autre point crucial de leur robustesse financière, à savoir l'accès à la liquidité.

Néanmoins, je tiens à souligner que, si nous n'avons pas résolu le problème du risque systémique, la compensation des produits dérivés et leur standardisation constituent un progrès indéniable par rapport au système actuel. D'abord, parce que le système, dans son ensemble, sera moins risqué. Par exemple, la récente faillite du courtier MF Global a pu être gérée sans dommage excessif et sans panique car une grande partie de ses contrats dérivés faisaient l'objet d'une compensation.

Ensuite, parce que cette évolution réglementaire devrait conduire de plus en plus de contrats à être traités non plus de gré à gré mais directement sur un marché. Aujourd'hui, seulement 10 % des produits dérivés sont dits

« listés », c'est-à-dire négociés sur un marché ouvert et transparent. L'ambition du règlement EMIR est de faire bouger les lignes.

D'ailleurs, en matière de transparence, le règlement impose que tous les contrats dérivés qu'ils soient listés ou négociés de gré à gré feront l'objet d'une déclaration auprès d'un référentiel central. Le référentiel central est, en quelque sorte, une grande base de données qui répertorie les contrats dérivés ainsi que leurs caractéristiques principales (contreparties, montant, date de dénouement, sous-jacent, etc.). Ainsi, le régulateur pourra, à tout moment, avoir une vision globale des positions d'un acteur de marché. Il pourra également, par analyse sur chacun des produits, détecter la formation de risques, de bulles ou de tout événement susceptible de déstabiliser les marchés.

Là encore, je crois que le texte constitue un réel progrès par rapport à la situation précédente. Nous devons encore essayer d'être le plus en accord avec les Etats-Unis pour avoir une législation cohérente et compatible de part et d'autre de l'Atlantique.

S'agissant maintenant de la proposition MIF II. Le calendrier est tout différent puisque la Commission européenne a publié son texte le 20 octobre dernier. Il est donc peu probable que le déroulé de la négociation permette de publier le texte définitif avant la fin de l'année.

L'exercice est un peu différent puisqu'il s'agit de refondre entièrement une importante directive de 2004 sur les « marchés d'instruments financiers », dite directive « MIF I ».

Un des apports principaux de MIF I est d'avoir mis fin au principe de concentration des ordres sur les marchés des actions. Concrètement, pour acheter ou vendre une action française, il n'est plus nécessaire de réaliser la transaction à la Bourse de Paris. Avant 2004, la Bourse était constituée en monopole. Comme dans bien d'autres secteurs, MIF I a procédé à une ouverture à la concurrence.

Il est désormais possible d'acquérir une action Renault à Stockholm, Budapest ou Londres aussi bien qu'à Paris. MIF I a créé deux types de marchés régulés : tout d'abord les marchés dits réglementés, qui sont les marchés traditionnels. En France, NYSE-Euronext a ce statut. Et ensuite, les systèmes multilatéraux de négociation, plus connus sous leur acronyme anglais de MTF (*Multilateral Trading Facilities*).

Alors, qu'attendait-on de cette mise en concurrence ? Tout d'abord, elle devait apporter une plus grande liquidité sur les marchés, c'est-à-dire une plus grande fluidité dans les échanges sans volatilité excessive des cours. Ensuite, elle devait conduire à une baisse des coûts de transaction pour les investisseurs.

Quatre ans après son entrée en vigueur, le constat est plus que mitigé. En ce qui concerne la liquidité, les différentes études réalisées ici et là ne permettent pas de conclure à un effet déterminant de la nouvelle législation.

En réalité, la MIF a fragmenté les marchés. Le bassin d'investisseurs est certainement plus important mais comme il n'est plus concentré sur une seule place de négociation, son impact est moins fort.

S'agissant des coûts, deux constats sont indéniables. Le premier est que les coûts ont effectivement baissé. Le second est que cette baisse n'a été que très mal répercutée sur les investisseurs finaux : la baisse des coûts a surtout profité aux intermédiaires.

Le modèle conceptuel sur lequel reposait la directive MIF I est loin d'avoir prouvé sa pertinence. C'est un échec ou, du moins, un semi-échec. Sa révision était donc hautement souhaitable.

MIF II est en réalité un ensemble de deux textes : un règlement et une directive représentant la somme de 300 pages ! Je vais donc me concentrer sur trois points.

Tout d'abord, la transparence. Il s'agissait d'un point fondamental de MIF I. A partir du moment où une action est cotée en même temps sur plusieurs lieux de négociation, l'investisseur doit connaître le prix et les volumes proposés sur chacun d'entre eux. C'est que l'on appelle la transparence pré-négociation. Or il est apparu que MIF I permettait de faire des exemptions à cette transparence pré-négociation. L'exemption la plus légitime concerne les échanges de gros blocs de titres qui pourraient perturber (à la hausse ou à la baisse) le marché. Il n'est pas inutile, pour la stabilité du marché, qu'il existe des exemptions. Seulement, en pratique, ces exemptions ont largement prospéré, souvent avec la complaisance des régulateurs nationaux. Lors de son audition, le 18 janvier dernier, Jean-Pierre Jouyet a appelé notre attention sur ce point : MIF II laisse encore prospérer trop d'exemptions.

Je dirai un mot sur la transparence post-négociation lors de la présentation des amendements.

Second point que je voudrais évoquer : la création d'une nouvelle catégorie de plates-formes, les systèmes organisés de négociation, également désignés par leur acronyme anglais OTF (*Organized Trading Facilities*). Je vous l'ai dit, il existe aujourd'hui deux types de marchés régulés : les marchés réglementés et les MTF. En théorie, les négociations qui n'ont pas lieu sur ces marchés se traitent sur une base bilatérale, de gré à gré. Or, en pratique, MIF I a laissé un « trou noir » qui a permis de créer un mode de transaction entre marchés régulés et marchés de gré à gré : ce sont les « crossing networks ». Or, comme l'a dit un des mes interlocuteurs, il est urgent de remettre en cohérence la lettre et l'esprit de MIF I.

Pour ce faire, la Commission européenne propose d'aligner le droit sur la pratique. Il aurait pu en être différemment. Ainsi, une nouvelle catégorie de plateforme serait créée, à savoir les OTF. A la différence des marchés régulés, les OTF seraient autorisés à choisir leurs clients mais ne pourraient pas faire du trading pour compte propre.

Ces nouvelles plateformes causent quelques inquiétudes tant à notre régulateur national qu'à plusieurs personnes que j'ai rencontrées. Ne s'agit-il pas d'une fausse bonne idée ?

Le véritable problème tient au fait que le gré à gré n'est pas défini par la directive. Or il faudrait une telle définition de sorte que les négociations ne répondant pas à ces critères soient obligatoirement traitées sur un marché régulé. Ainsi, il ne serait plus nécessaire de créer les OTF pour les marchés actions.

En revanche, cette idée pourrait se révéler opportune pour les marchés des obligations et des dérivés, aujourd'hui très majoritairement traités de gré à gré. Si nous attirons une partie de ces transactions sur les OTF, nous aurons déjà gagné en transparence par rapport au gré à gré. Au pire, ce sera le *statu quo*.

Dernier point sur lequel je voudrais insister, le *trading* haute fréquence. Cette évolution technologique est une conséquence directe de MIF I et de la fragmentation des marchés. En effet, la cotation en temps réel sur plusieurs places est une incitation forte à l'arbitrage. Or, en matière financière, l'arbitrage n'est rentable qu'à la condition d'être rapide. Nous avons donc assisté à une course à la rapidité au moyen d'algorithmes informatiques capables de passer des ordres dans un laps de temps de la microseconde.

Vous connaissez ma position sur cette technique financière. Je peux d'ailleurs constater que nombre de mes interlocuteurs se sont déclarés très sceptiques quant à son intérêt économique.

Néanmoins, la Commission européenne, faute de disposer de tous les éléments probants, n'a pas sauté le pas d'une interdiction pure et simple. Elle propose tout d'abord de mieux connaître le THF. Elle a également proposé que les traders à haute fréquence apportent en permanence de la liquidité. En effet, pour justifier de leur utilité économique, ils avancent régulièrement l'argument selon lequel ils contribuent à la liquidité du marché. Mais, comme le souligne Jean-Pierre Jouyet, cette liquidité est artificielle, fugace, elle se retire au moindre coup de semonce.

La Commission européenne entend éviter cet écueil et veut que les traders à haute fréquence propose en permanence un prix à l'achat et à la vente ; en bref, qu'ils soient vraiment apporteurs de liquidité. Cette proposition mérite certainement d'être retravaillée pour devenir véritablement opérationnelle mais elle a le mérite d'exister. Elle n'est d'ailleurs pas exclusive d'autres modalités d'encadrement, dont je reparlerai tout à l'heure.

Enfin, MIF II aborde des questions importantes telles que le marché des quotas de CO₂, qui seraient désormais considérés comme des instruments financiers, ou celui des matières premières ainsi que le financement des PME par le marché. Je ne voudrais pas être trop longue à ce stade et j'y reviendrai dans la présentation de mes amendements.

Je vous remercie de votre attention.

M. Philippe Marini, président. – Je remercie la rapporteure générale pour cet exposé pédagogique, sur une matière très technique.

Je me bornerai à formuler quatre remarques ou questions.

Tout d'abord, je me réjouis de la qualification des quotas de CO₂ en tant qu'instruments financiers. Cela répond à une demande exprimée de longue date par notre commission, notamment par notre collègue Fabienne Keller. Il devrait en résulter un encadrement pertinent du marché au comptant des quotas.

Ensuite, à propos des contrats standardisés, j'aimerais savoir si la proposition de règlement définit les critères de standardisation. Sinon, n'y a-t-il pas un risque que l'*International swaps and derivatives association* (ISDA), émanation des grands cabinets anglo-saxons actifs en la matière, continue de dicter, en pratique, sa propre « régulation privée » ?

J'en arrive au recours systématique aux chambres de compensation, en rappelant que, pour ceux d'entre nous qui y ont participé, notre visite au *Chicago Board of trade*, en avril 2009, s'était révélée très utile pour toucher du doigt l'activité de telles chambres. Il s'agit bien d'un élément de cohérence et de réduction des risques au sein du système financier. Simplement, quel sera le statut de ces chambres ? Seront-elles des infrastructures d'intérêt général ou bien des structures privées se livrant au jeu de la concurrence ?

Enfin, même s'il a été mis fin au principe de concentration des places boursières, ne pensez-vous pas, Madame la rapporteure générale, qu'il serait utile que nous faisons part de notre point de vue sur l'évolution de la société NYSE-Euronext – quand bien même sa fusion-absorption par Deutsche Börse a été bloquée par la Commission européenne ?

M. Joël Bourdin. – Je me réjouis de la discussion de ce texte car nous sommes au cœur des transactions internationales. Là se nouent des relations étonnantes entre des personnes ayant besoin de couvertures pour leur activités et d'autres se livrant à la spéculation, chacun étant d'ailleurs nécessaire à la bonne marche de l'ensemble...

A mes yeux, il est clair que les marchés à terme ne peuvent fonctionner correctement qu'en s'appuyant sur des chambres de compensation solides. Souvenons-nous qu'il y avait en France des marchés à terme très vigoureux, qui ont disparu précisément en raison de la défaillance des chambres de compensation. Ceux d'entre nous qui se souviennent de l'actualité des années 1970 se remémoreront la grave crise du sucre : après une forte hausse du prix du sucre en 1974, de nombreux opérateurs sont entrés sur ce marché, mais, au bout du compte, cette spéculation a abouti à la disparition du marché à terme de Paris car la chambre de compensation n'était pas assez solide d'un point de vue financier et juridique.

Aujourd'hui, les marchés sont encore bien plus sophistiqués, ce qui renforce la nécessité de s'appuyer sur des chambres parfaitement crédibles.

M. François Marc. – Je suis heureux que le Sénat se saisisse de ce dossier. Nous sommes dans notre rôle, tout en étant un peu pionniers en la matière.

A mes yeux, la proposition de résolution de Richard Yung va dans le bon sens, mais pourrait être parfois un peu « musclée ». A cet égard, je rappelle que j'étais le porte-parole de mon groupe sur la directive MIF I mais que mes amendements avaient alors été rejetés au nom de l'autorégulation et de la concurrence. Depuis, les dérives du monde de la finance ont fait évoluer les esprits...

S'agissant du texte que nous examinons, je soutiens les amendements de Nicole Bricq, en formulant juste quelques remarques pour, peut-être, aller au-delà :

- la protection des investisseurs me semble peu prise en considération dans les projets d'actes communautaires. Il conviendrait sans doute d'améliorer tant les règles de conduite que les règles d'organisation ;

- nous devrions nous montrer fermes sur l'encadrement du trading à haute fréquence, source de dérive. Un amendement va en ce sens, que nous pourrions peut-être encore « durcir » afin de tenir compte des pas de cotation, des structures tarifaires, des ratios d'ordres afin que MIF II donne à l'AEMF le pouvoir de dicter des standards pertinents en la matière ;

- je me demande si la création des OTF constitue réellement un progrès. Nous devrions sans doute préconiser leur suppression ;

- s'agissant des marchés de matières premières, faut-il vraiment les confier aux banques d'investissements ? MIF II devrait se montrer plus contraignante vis-à-vis de ces acteurs et permettre de mieux apprécier la position de chacun. Si, parfois, des évolutions de cours spectaculaires proviennent vraiment des fondamentaux d'un marché donné, il peut aussi arriver que certains créent des « bulles » artificielles ;

- enfin, en m'appuyant sur ce que nous a dit le professeur Aglietta le 18 janvier dernier, je considère que nous effectuons trop peu de « tests de dangerosité » sur les produits issus de l'innovation financière. Or celle-ci risque de s'activer afin de contourner les nouvelles règles prudentielles édictées par le Comité de Bâle. Nous devrions donc préconiser que MIF II prévoie de tels tests.

M. Jean Germain. – A titre personnel, je me félicite de l'organisation de tables rondes sur la régulation financière par notre commission, celles-ci nous permettant d'accroître nos connaissances sur des sujets à la fois techniques et importants.

Pour en venir au sujet du jour, je voudrais remarquer, d'une part, qu'en matière d'organisation de la sécurité financière de la zone euro, nous

avons, en Europe, une pluralité des chambres de compensation, à l'inverse de ce qui prévaut aux Etats-Unis, et je me demande même si les règles que les propositions d'actes établiraient pour la zone euro s'appliqueraient dans des pays comme le Royaume-Uni. Aussi appuierai-je les propositions de la rapporteure générale visant à renforcer l'harmonisation de leurs pratiques au travers d'une réglementation adéquate.

D'autre part, sur le sujet complexe de la fixation de la valeur des actifs, j'observe qu'il n'y a pas de consensus. Faut-il que le marché fixe la valeur, auquel cas quels seraient les rôles respectifs des marchés organisés et des transactions de gré à gré ? Mais certains estiment qu'il faudrait également que des instruments hors marché permettent de déterminer la valeur des actifs, tout en fustigeant d'ailleurs parfois les agences de notation...

Cela n'est donc pas simple et j'espère que d'autres rendez-vous nous permettront de progresser encore dans notre maîtrise technique de ces questions.

M. Philippe Marini, président. – Tel est aussi mon sentiment et, d'ailleurs, nous tiendrons une table ronde sur la régulation bancaire et le financement de l'économie dès ce matin.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – S'agissant de la standardisation, c'est un « vrai sujet », l'AEMF pouvant soit jouer un rôle de décideur en la matière, soit se contenter d'approuver la décision des chambres de compensation. A ce stade, on peut raisonnablement estimer que les chambres de compensation vont se coordonner et que l'AEMF y veillera. Bien entendu, les opérateurs privés joueront un rôle et il sera difficile d'ignorer les pratiques américaines.

A propos du statut des chambres de compensation, la Commission européenne veut clairement faire jouer la concurrence, mais la proposition de règlement EMIR prévoit des règles strictes en matière d'organisation et de lutte contre les conflits d'intérêts. Le sujet récurrent lors de mes discussions à Bruxelles était l'accès non discriminatoire de toutes les parties à la chambre de compensation, surtout en raison du système allemand dit du « silo », non ouvert à tout le monde.

M. Philippe Marini, président. – Cela permet d'augmenter les marges...

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Bien sûr. Je dois également relever une faiblesse d'EMIR qui accorde trop d'importance aux régulateurs nationaux, sous forte pression britannique, alors qu'il est évident que l'activité d'une chambre de compensation dépasse son cadre national.

Pour ce qui concerne NYSE-Euronext et sa fusion avortée avec Deutsche Börse, le droit communautaire de la concurrence a prévalu, comme vous le savez. Les dirigeants de cette entreprise, que j'ai récemment rencontrés, essaient d'établir un autre modèle économique, ce qui n'est pas simple, et devraient communiquer à ce sujet début avril. Il s'agit notamment

de déterminer si NYSE-Euronext disposera d'une chambre de compensation, mais nous en saurons plus dans quelques semaines.

Je remercie Joël Bourdin pour son éclairage historique, fort utile, ainsi que François Marc, qui s'intéresse, lui aussi, de longue date à ces sujets et qui avait notamment porté la parole du groupe socialiste sur MIF I. Il est d'ailleurs dommage que l'intérêt que porte la commission des finances du Sénat à la régulation financière soit relativement peu partagé, tant au sein du Parlement français qu'au Parlement européen.

Sur le fond, François Marc a raison sur les OTF. Il ne s'agit probablement pas d'une évolution positive pour les marchés actions. En revanche, les OTF pourraient constituer un premier pas vers davantage de transparence pour les dérivés ou les obligations.

Je précise également que MIF II ne prévoit pas de tests de dangerosité, mais les régulateurs nationaux et l'AEMF auront le pouvoir d'interdire des produits potentiellement déstabilisateurs.

Je dirai enfin à Jean Germain, d'une part, que les actes communautaires ont vocation à s'appliquer dans l'ensemble de l'Union européenne et pas dans la seule zone euro, et, d'autre part, que sa question sur la détermination de la valeur est très délicate. Les travaux des normalisateurs comptables sont actuellement enlisés, avec un désaccord très net entre l'IASB, responsable de l'élaboration des normes internationales IFRS, et le régulateur américain.

EXAMEN DES AMENDEMENTS

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 1 est rédactionnel.

L'amendement n° 1 est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 2 traite de la question de la concentration du risque au sein des chambres de compensation.

Comme je l'ai déjà dit, il est regrettable que le texte de compromis n'ait pas permis de donner plus de pouvoirs à l'AEMF pour contrôler leur supervision, qui reste largement aux mains des régulateurs nationaux.

De même, la défaillance d'un membre de la chambre de compensation peut entraîner une instabilité du système financier dans son ensemble si la chambre n'est pas en mesure d'absorber le choc. C'est pourquoi, il est vital qu'elle puisse accéder à la liquidité offerte par une banque centrale, qui demeure la seule liquidité disponible en cas de tensions sur les marchés. Or le texte n'est pas contraignant sur ce point.

Enfin, les chambres de compensation sont des prestataires privés. Il convient donc de s'assurer que l'accès à la compensation, désormais obligatoire, s'effectue de manière non biaisée, à l'inverse de la pratique allemande du « silo ».

Tel est l'objet de cet amendement.

M. Philippe Marini, président. – Votre proposition est très claire et les principes qu'elle définit me semblent incontestables.

L'amendement n° 2 est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 3 part du semi-échec de la directive MIF I. Je pense qu'il est important que nous rappelions dans la résolution du Sénat quels étaient les objectifs de cette directive et que nous constatons qu'ils n'ont pas été atteints. C'est en quelque sorte un bilan de la régulation passée.

M. Philippe Marini, président. – Je pense que vous avez raison d'introduire cette perspective dans le texte du Sénat.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Je voudrais aussi m'inscrire en faux contre l'idée répandue selon laquelle « le G 20 ne sert à rien ». Certes, les marchés sont souvent plus rapides que la démocratie. Mais le texte que nous étudions traduit les orientations du G 20 de Pittsburgh. Prenons garde à ne pas colporter des idées fausses dont certains savent se saisir...

L'amendement n° 3 est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 4 traite des exemptions.

En effet, la directive MIF I prévoit une obligation de transparence pré-négociation. Concrètement, les plateformes de négociation doivent afficher en permanence le prix et les volumes des ordres qu'elles reçoivent. Toutefois, la directive définit également des exemptions, notamment lorsqu'un ordre de grande taille serait susceptible de perturber le marché.

Le texte de MIF II n'entend pas fondamentalement revenir sur les exemptions prévues dans MIF I. Or, comme le fait remarquer l'Autorité des marchés financiers, les exemptions à la transparence pré-négociation se sont multipliées ces dernières années, ce qui a constitué une dérive dans l'application de MIF I.

La révision doit constituer une opportunité pour limiter drastiquement ces exemptions, qui ne devraient être autorisées que par l'AEMF.

L'amendement n° 4 est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 5 répond, je l'espère, aux inquiétudes de François Marc relatives aux OTF.

Comme nous l'avons vu, ces plateformes obéiraient à des règles plus légères que celles actuellement applicables aux marchés régulés. Il y a donc un risque qu'une partie des transactions régulées migrent vers les nouvelles plateformes. C'est pourquoi, il est préférable que la directive MIF II définisse précisément les opérations traitées de gré à gré – qui constituent le fameux « trou noir » de la directive MIF I, de sorte que celles ne répondant pas à cette

définition soient traitées sur un marché régulé. A mes yeux, la France devrait vraiment appuyer cette position, ce qu'elle ne fait peut-être pas assez.

Pour autant, je rappelle que les « systèmes organisés de négociation » pourraient représenter un intérêt pour les négociations des obligations et des produits dérivés, qui sont actuellement très majoritairement traitées de gré à gré. Par leur souplesse, les OTF seraient susceptibles d'attirer une partie de ces transactions qui feraient ainsi l'objet d'une plus grande transparence.

M. Philippe Marini, président. – En quoi les règles encadrant les OTF sont-elles plus souples que celles qui s'appliquent aux marchés réglementés ?

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Surtout en ce que ces plateformes pourraient choisir leurs clients.

M. Philippe Marini, président. – C'est donc un outil contractuel entre le marché et ses membres, qui acceptent donc de ne pas disposer de toute l'information disponible sur un marché réglementé.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Le pari de la Commission européenne est d'obtenir plus de transparence sur certaines opérations au travers des OTF, mais le risque inverse existe aussi, si l'on observe des migrations de marchés réglementés vers ces nouvelles plateformes.

M. François Marc. – Sur les OTF, je pense que nous devons expliciter les choses, notamment tant pour ce qui concerne leurs caractéristiques, par exemple les règles d'exécution des ordres, que pour leur encadrement.

Par ailleurs, je suis satisfait de voir qu'on préconise d'exclure les actions des OTF dès lors qu'il existe déjà trois lieux de négociation.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Nous pourrions sans doute muscler la formule du dernier alinéa de l'amendement afin de ne plus seulement « souhaiter » mais de « juger indispensable » cette exclusion des actions.

L'amendement n° 5 ainsi rectifié est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 6 fait référence au label de « marché de croissance des PME » que, selon MIF II, certains marchés pourraient obtenir. Je constate qu'en l'état actuel, il ne s'agit que d'une simple appellation et non de la création d'un véritable corpus juridique adapté aux contraintes des PME qui souhaiteraient se financer par le marché.

A l'instar des obligations imposées en France par l'AMF au marché Alternext, il serait souhaitable que la réglementation sur les abus de marché soit applicable aux « marchés de croissance des PME ».

M. Philippe Marini, président. – Pour l'heure, ce n'est que du « bla bla PMisant », un effet d'annonce qui ne marchera jamais car on dit d'un côté

qu'il faut que les PME accèdent au marché et y lèvent des capitaux, mais on veut les dispenser d'apporter la transparence nécessaire. Dans le contexte actuel, qui apportera des fonds dans de telles conditions ? Ce n'est donc qu'un slogan politiquement correct !

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Dans l'absolu, de tels marchés peuvent se révéler utiles.

L'amendement n° 6 est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 7 porte sur le *trading* à haute fréquence.

Je vous rappelle que le développement du *trading* par ordinateur est une conséquence directe de la fragmentation des marchés résultant de la directive MIF.

Avec MIF II, la Commission européenne propose de limiter cette pratique en obligeant les entreprises d'investissement pratiquant le *trading* à haute fréquence à apporter, en permanence, de la liquidité, c'est-à-dire à rester présentes sur le marché alors que leur stratégie actuelle consiste à faire des allers-retours incessants. Cette proposition éviterait également que le *trading* par ordinateur aille constamment dans le sens du marché, ce qui accentue et accélère les tendances haussières et baissières.

D'autres méthodes méritent également d'être encouragées pour encadrer le *trading* haute fréquence : temps de latence minimal pour les ordres, limitation de la décimalisation (qui accroît les possibilités d'arbitrage et donc la volatilité des cours), limitation du nombre d'ordres annulés, application de taxations ou de tarifs spécifiques qui seraient désincitatifs.

M. Joël Bourdin. – J'approuve cette proposition, mais je pense que nous en restons à un niveau très général alors qu'il conviendrait de rentrer dans l'opérationnel. Par exemple, nous pourrions évoquer la méthode de la variation du dépôt.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Nous sommes vraiment au début du processus. Pour le moment, la Commission européenne souhaite, par sa proposition, marquer un coup de semonce et créer un rapport de forces. Les éléments opérationnels apparaîtront donc sans doute plus tard.

M. François Marc. – Je pense que nous devrions faire explicitement référence à la taille des pas de cotation dans notre proposition.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – Cela est déjà inclus dans la proposition de Richard Yung, quand il évoque « la limitation de la décimalisation ».

M. François Marc. – Ma demande est donc satisfaite.

M. Philippe Marini, président. – Nous pourrions, si vous le souhaitez, rectifier l'amendement afin d'indiquer plus clairement ce point dans le texte.

L'amendement n° 7 ainsi rectifié est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 8 propose que le Sénat se félicite de ce que MIF II pose les prémices d'une régulation européenne sur le marché des matières premières, ce qui marque un réel progrès.

Ainsi, les intervenants devraient dévoiler leurs positions et, surtout, des limites de position devraient être imposées sur les contrats de dérivés sur matières premières, ce qui interdirait donc la détention d'un nombre de contrats supérieur à celui prévu par la réglementation.

M. Philippe Marini, président. – Cela est très important et a des conséquences concrètes sur l'avenir de NYSE-Euronext, et de sa filiale MATIF SA – le marché français de négociation des contrats sur matières premières, qui s'est beaucoup développé ces dernières années et qui fonctionne sous régulation française. Le projet de fusion avec Deutsche Börse n'en disait d'ailleurs rien.

Il y a donc là un fort enjeu en termes de régulation et d'influence du droit français, auquel il convient de sensibiliser le Gouvernement.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – De manière générale, les négociations sur MIF II doivent aboutir d'ici à la fin de l'année. Il faudra que nous y revenions...

L'amendement n° 8 est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 9 a pour objet de prendre position quant à la qualification des quotas de CO₂ en tant qu'instruments financiers par le projet de directive MIF II.

Il propose d'approuver cette qualification qui aurait pour conséquence heureuse d'harmoniser enfin la définition des quotas au niveau communautaire et de soumettre le marché des quotas au comptant à une régulation robuste ainsi qu'à la surveillance de l'AEMF. Il est néanmoins souhaitable de conditionner cette classification à l'adoption de mesures d'adaptation de la réglementation financière à la spécificité des quotas.

L'amendement n° 9 est adopté.

Mme Nicole Bricq, rapporteure. – L'amendement n° 10 est de précision.

L'amendement n° 10 est adopté.

La proposition de résolution a alors été adoptée, à l'unanimité des membres présents, dans la rédaction issue des travaux de la commission.

AMENDEMENTS EXAMINÉS PAR LA COMMISSION

Amendement n° 1

I. ALINÉA 3

Compléter cet alinéa par :

, dit « règlement EMIR »

II. APRÈS L'ALINÉA 3

Insérer un alinéa ainsi rédigé :

Vu la proposition de révision de la directive « marchés d'instruments financiers » (MIF II) comprenant :

III. ALINÉA 4

Rédiger ainsi le début de cet alinéa :

- la proposition... (le reste sans changement)

et compléter ledit alinéa par :

, dite « directive MIFID »

IV. ALINÉA 5

Rédiger ainsi le début de cet alinéa :

- la proposition... (le reste sans changement)

et compléter ledit alinéa par :

, dit « règlement MIFIR »

V. ALINÉA 7

Remplacer les références :

E 5645, E 6759, E 6748

par les mots :

EMIR, MIFID, MIFIR

et après le mot :

étape

insérer les mots :

du travail de régulation financière

Amendement n° 2

I. APRÈS L'ALINÉA 8

Insérer sept alinéas ainsi rédigés :

I. Règlement EMIR

Se félicite que l'Union européenne soit en mesure de transposer, avant la fin de l'année 2012, les engagements pris par le G 20 en vue d'encadrer les marchés des produits dérivés négociés de gré à gré ;

Souligne le caractère systémique des chambres de compensation ;

Estime, en conséquence, qu'une attention particulière doit être portée à la gouvernance, aux conditions d'accès pour les utilisateurs, à la supervision et à l'accès à la liquidité des chambres de compensation ;

Regrette, à cet égard, que le texte de compromis du Parlement européen et du Conseil n'accorde pas une place plus importante à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) dans leur supervision ;

Rappelle également qu'il est indispensable à la stabilité du système financier que, en cas de défaillance d'un membre de la chambre de compensation, celle-ci puisse accéder directement et quel que soit son lieu d'établissement à la liquidité accordée par une banque centrale ;

Insiste sur la nécessité que l'Autorité européenne des marchés financiers contrôle les conditions dans lesquelles les chambres de compensation assurent effectivement un accès transparent et non discriminatoire à leurs prestations ;

II. ALINÉAS 13 À 15

Supprimer ces alinéas

Amendement n° 3

AVANT L'ALINÉA 9

Insérer cinq alinéas ainsi rédigés :

II. Révision de la directive MIF (MIF II)

Rappelle que la directive MIF I a permis que la négociation des actions puisse intervenir entre des plateformes concurrentes ;

Rappelle également que l'ouverture à la concurrence devait apporter une plus grande liquidité et entraîner une baisse des coûts pour les utilisateurs finaux ;

Constate que, quatre ans après son entrée en vigueur, les effets de la directive MIF I n'ont pas été à la hauteur des objectifs fixés : les marchés sont devenus plus fragmentés, conduisant à l'apparition de méthodes de négociation indésirables (*trading* à haute fréquence), les coûts de transaction

ont globalement diminué mais ont été très inégalement répercutés vers les investisseurs finaux et les études réalisées sur la liquidité aboutissent à des conclusions contradictoires ;

Estime qu'il est donc nécessaire de revoir en profondeur la directive MIF I ;

Amendement n° 4

I. APRÈS L'ALINÉA 10

Insérer un alinéa ainsi rédigé :

Demande que les possibilités d'exemptions à la transparence pré-négociation soient drastiquement diminuées par MIF II, sous la surveillance stricte de l'AEMF ;

II. ALINÉA 11

Supprimer les mots :

pré et

Amendement n° 5 rectifié

ALINÉA 12

Remplacer cet alinéa par cinq alinéas ainsi rédigés :

Constate que, afin de remédier aux insuffisances réglementaires de MIF I, la Commission propose de créer une nouvelle catégorie de plateformes de négociation appelées « systèmes organisés de négociation » (*Organised Trading Facilities* – OTF) ;

Observe que les systèmes organisés de négociation obéissent à des règles moins strictes que les actuels marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation puisqu'ils pourront choisir leurs clients sur une base discrétionnaire ;

Relève néanmoins que la proposition de la Commission européenne interdit aux systèmes organisés de négociation de réaliser des transactions pour compte propre ;

Estime que les systèmes organisés de négociation peuvent présenter un intérêt pour la négociation des obligations ou des produits dérivés afin qu'ils soient traités sur des marchés transparents alors qu'ils sont aujourd'hui largement négociés de gré à gré ;

Juge indispensable que la directive MIF II n'étende pas les OTF à la négociation des actions et définisse précisément le marché de gré à gré ;

Amendement n° 6

APRÈS L'ALINÉA 16

Insérer deux alinéas ainsi rédigés :

Considère, par conséquent, que l'article 35 de la directive MIFID ne doit pas se limiter à créer une marque « marché de croissance des PME » mais doit définir un corpus juridique adapté ;

Souhaite en particulier que l'ensemble de la réglementation relative aux abus de marché soit applicable à ces marchés ;

Amendement n° 7 rectifié

I. ALINÉA 17

Après les mots :

trading algorithmique

insérer les mots :

et *trading* haute fréquence

II. APRÈS L'ALINÉA 17

Insérer un alinéa ainsi rédigé :

Soutient la proposition de la Commission européenne selon laquelle les entreprises d'investissement utilisant une stratégie de *trading* à haute fréquence doivent apporter en permanence de la liquidité sur les marchés sur lesquels elles opèrent ;

III. ALINÉA 18

Au début de cet alinéa, remplacer les mots :

Souhaite, en conséquence, que soient développés la limitation de la décimalisation

par les mots :

Souhaite également que, à défaut de l'interdire, soient au minimum développées d'autres méthodes d'encadrement du *trading* à haute fréquence telles que, par exemple, la limitation du nombre d'ordres annulés, la limitation de la décimalisation (pas de cotation)

Amendement n° 8

APRÈS L'ALINÉA 18

Insérer un alinéa ainsi rédigé :

Se félicite que MIF II prenne en compte les spécificités des marchés de matières premières, en prévoyant des déclarations et des limites de position sur les instruments dérivés sur matières premières ;

Amendement n° 9

APRÈS L'ALINÉA 18.

Insérer un alinéa ainsi rédigé :

Approuve la qualification des quotas d'émission de gaz à effet de serre en tant qu'instruments financiers afin que ce marché soit régulé et encadré de manière efficace, sous réserve que des adaptations de la réglementation financière permettent de prendre en compte la spécificité des quotas ;

Amendement n° 10

ALINÉA 19

Supprimer les mots :

et unique

TABLEAU COMPARATIF

Proposition de résolution européenne n° 278 (2011-2012) présentée au nom de la commission des affaires européennes en application de l'article 73 quater du règlement, sur la régulation des marchés financiers (E 5645, E 6748 et E 6759),

Le Sénat,

Vu l'article 88-4 de la Constitution,

Vu la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (E 5645) ;

Vu la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (E 6759) ;

Vu la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (E 6748) ;

Partage les objectifs retenus en terme d'efficience et d'intégrité des marchés financiers mais souhaite que leur apport au financement de l'économie soit accru ;

Souligne les avancées significatives en terme de régulation des marchés financiers que constituent les propositions E 5645, E 6759, E 6748 tout en considérant qu'elles ne peuvent constituer qu'une étape ;

Rappelle, à cet égard, la nécessité d'une harmonisation internationale des régulations et d'une coopération entre autorités de surveillance ;

Proposition de résolution de la commission

Alinéa sans modification

Alinéa sans modification

Vu la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (E 5645), dit « règlement EMIR » ;

Vu la proposition de révision de la directive « marchés d'instruments financiers » (MIF II) comprenant :

- la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (E 6759), dite « directive MIFID » ;

- la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (E 6748), dit « règlement MIFIR » ;

Alinéa sans modification

Souligne les avancées significatives en terme de régulation des marchés financiers que constituent les propositions EMIR, MIFID, MIFIR tout en considérant qu'elles ne peuvent constituer qu'une étape du travail de régulation financière ;

Alinéa sans modification

Proposition de résolution européenne n° 278 (2011-2012) présentée au nom de la commission des affaires européennes en application de l'article 73 *quater* du règlement, sur la régulation des marchés financiers (E 5645, E 6748 et E 6759),

Proposition de résolution de la commission

I. Règlement EMIR

Se félicite que l'Union européenne soit en mesure de transposer, avant la fin de l'année 2012, les engagements pris par le G 20 en vue d'encadrer les marchés des produits dérivés négociés de gré à gré ;

Souligne le caractère systémique des chambres de compensation ;

Estime, en conséquence, qu'une attention particulière doit être portée à la gouvernance, aux conditions d'accès pour les utilisateurs, à la supervision et à l'accès à la liquidité des chambres de compensation ;

Regrette, à cet égard, que le texte de compromis du Parlement européen et du Conseil n'accorde pas une place plus importante à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) dans leur supervision ;

Rappelle également qu'il est indispensable à la stabilité du système financier que, en cas de défaillance d'un membre de la chambre de compensation, celle-ci puisse accéder directement et quel que soit son lieu d'établissement à la liquidité accordée par une banque centrale ;

Insiste sur la nécessité que l'Autorité européenne des marchés financiers contrôle les conditions dans lesquelles les chambres de compensation assurent effectivement un accès transparent et non discriminatoire à leurs prestations ;

II. Révision de la directive MIF (MIF II)

Rappelle que la directive MIF I a permis que la négociation des actions puisse intervenir entre des plateformes concurrentes ;

Rappelle également que l'ouverture à la concurrence devait apporter une plus grande liquidité et entraîner une baisse des coûts pour les utilisateurs finaux ;

Constate que, quatre ans après son entrée en vigueur, les effets de la directive MIF I n'ont pas été à la hauteur des objectifs fixés : les marchés sont devenus plus fragmentés, conduisant à l'apparition de méthodes de négociation indésirables (*trading* à haute fréquence), les coûts de transaction ont globalement diminué mais

Proposition de résolution européenne n° 278 (2011-2012) présentée au nom de la commission des affaires européennes en application de l'article 73 *quater* du règlement, sur la régulation des marchés financiers (E 5645, E 6748 et E 6759),

Souligne l'importance essentielle de la qualité de l'information et de la transparence des marchés ;

Considère, en conséquence, que les dérogations à la transparence pré et post négociation doivent être limitées ;

Soutient la solution d'un registre électronique exhaustif (*consolidated tape*) confié à un opérateur unique à même d'assurer la consolidation indispensable de l'information pré et post négociation ;

Estime que le succès des systèmes organisés de négociation (*Organised Trade Facilities - OTF*) proposés par le projet de révision de la directive concernant les marchés d'instruments financiers dépendra en partie de la qualité de l'administration de ces marchés et des garanties apportées dans les échanges ;

Proposition de résolution de la commission

ont été très inégalement répercutés vers les investisseurs finaux et les études réalisées sur la liquidité aboutissent à des conclusions contradictoires ;

Estime qu'il est donc nécessaire de revoir en profondeur la directive MIF I ;

Alinéa sans modification

Alinéa sans modification

Demande que les possibilités d'exemptions à la transparence pré-négociation soient drastiquement diminuées par MIF II, sous la surveillance stricte de l'AEMF ;

Soutient la solution d'un registre électronique exhaustif (*consolidated tape*) confié à un opérateur unique à même d'assurer la consolidation indispensable de l'information post négociation ;

Constate que, afin de remédier aux insuffisances réglementaires de MIF I, la Commission propose de créer une nouvelle catégorie de plateformes de négociation appelées « systèmes organisés de négociation » (*Organised Trading Facilities – OTF*) ;

Observe que les systèmes organisés de négociation obéissent à des règles moins strictes que les actuels marchés réglementés et systèmes multilatéraux de négociation puisqu'ils pourront choisir leurs clients sur une base discrétionnaire ;

Relève néanmoins que la proposition de la Commission européenne interdit aux systèmes organisés de négociation de réaliser des transactions pour compte propre ;

Estime que les systèmes organisés de négociation peuvent présenter un intérêt pour la négociation des obligations ou des produits dérivés afin qu'ils soient traités sur des marchés transparents alors qu'ils sont aujourd'hui largement négociés de gré à gré ;

Juge indispensable que la directive MIF II n'étende pas les OTF à la négociation des actions et définisse précisément le marché de gré à gré ;

Proposition de résolution européenne n° 278 (2011-2012) présentée au nom de la commission des affaires européennes en application de l'article 73 *quater* du règlement, sur la régulation des marchés financiers (E 5645, E 6748 et E 6759),

~~Souligne le caractère systémique des chambres centrales de compensation (CCP);~~

~~Estime, en conséquence, qu'une attention particulière doit être portée à la gouvernance, aux conditions d'accès pour les utilisateurs, à la supervision et à l'accès à la liquidité des chambres de compensation;~~

~~Rappelle que les membres des chambres de compensation doivent prendre leurs responsabilités en cas de défaut, l'adossement à la BCE traitant le risque de liquidité;~~

Estime indispensable et urgent de développer activement les modalités d'accès, dans des conditions sécurisées, des PME européennes à des marchés financiers adaptés à leur situation ;

Considère nécessaire de renforcer l'encadrement des pratiques mettant en péril l'intégrité des marchés financiers et notamment les transactions sur base d'algorithmes (*trading algorithmique*) ;

Souhaite, en conséquence, que soient développés la limitation de la décimalisation, l'imposition d'une latence minimale dans la transmission des ordres, l'application de taxations et de tarifs spécifiques à ces transactions ;

Proposition de résolution de la commission

~~Alinéa supprimé.~~

~~Alinéa supprimé.~~

~~Alinéa supprimé.~~

Alinéa sans modification

Considère, par conséquent, que l'article 35 de la directive MIFID ne doit pas se limiter à créer une marque « marché de croissance des PME » mais doit définir un corpus juridique adapté ;

Souhaite en particulier que l'ensemble de la réglementation relative aux abus de marché soit applicable à ces marchés ;

Considère nécessaire de renforcer l'encadrement des pratiques mettant en péril l'intégrité des marchés financiers et notamment les transactions sur base d'algorithmes (*trading algorithmique et trading haute fréquence*) ;

Soutient la proposition de la Commission européenne selon laquelle les entreprises d'investissement utilisant une stratégie de *trading* à haute fréquence doivent apporter en permanence de la liquidité sur les marchés sur lesquels elles opèrent ;

Souhaite également que, à défaut de l'interdire, soient au minimum développées d'autres méthodes d'encadrement du *trading* à haute fréquence telles que, par exemple, la limitation du nombre d'ordres annulés, la limitation de la décimalisation (pas de cotation), l'imposition d'une latence minimale dans la transmission des ordres, l'application de taxations et de tarifs spécifiques à ces transactions ;

Proposition de résolution européenne n° 278 (2011-2012) présentée au nom de la commission des affaires européennes en application de l'article 73 *quater* du règlement, sur la régulation des marchés financiers (E 5645, E 6748 et E 6759),

Souligne le rôle central ~~et unique~~ de l'Autorité européenne des marchés financiers dans l'efficacité de la régulation européenne des marchés ;

Considère, en conséquence, que davantage de pouvoir d'intervention et de sanction, en coordination avec les régulateurs nationaux, ainsi que des moyens adéquats doivent lui être alloués.

Proposition de résolution de la commission

Se félicite que MIF II prenne en compte les spécificités des marchés de matières premières, en prévoyant des déclarations et des limites de position sur les instruments dérivés sur matières premières ;

Approuve la qualification des quotas d'émission de gaz à effet de serre en tant qu'instruments financiers afin que ce marché soit régulé et encadré de manière efficace, sous réserve que des adaptations de la réglementation financière permettent de prendre en compte la spécificité des quotas ;

Souligne le rôle central de l'Autorité européenne des marchés financiers dans l'efficacité de la régulation européenne des marchés ;

Alinéa sans modification