

N° 50

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2016-2017

Enregistré à la Présidence du Sénat le 19 octobre 2016

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la commission des finances (1) sur le rôle des banques spécialistes en valeurs du Trésor,

Par M. Serge DASSAULT,

Sénateur.

(1) Cette commission est composée de : Mme Michèle André, *présidente* ; M. Albéric de Montgolfier, *rapporteur général* ; Mme Marie-France Beaufils, MM. Yvon Collin, Vincent Delahaye, Mmes Fabienne Keller, Marie-Hélène Des Esgaulx, MM. André Gattolin, Charles Guené, Francis Delattre, Georges Patient, Richard Yung, *vice-présidents* ; MM. Michel Berson, Philippe Dallier, Dominique de Legge, François Marc, *secrétaires* ; MM. Philippe Adnot, François Baroin, Éric Bocquet, Yannick Botrel, Jean-Claude Boulard, Michel Bouvard, Michel Canevet, Vincent Capo-Canellas, Thierry Carcenac, Jacques Chiron, Serge Dassault, Bernard Delcros, Éric Doligé, Philippe Dominati, Vincent Eblé, Thierry Foucaud, Jacques Genest, Didier Guillaume, Alain Houpert, Jean-François Husson, Roger Karoutchi, Bernard Lalande, Marc Laménie, Nuihau Laurey, Antoine Lefèvre, Gérard Longuet, Hervé Marseille, François Patriat, Daniel Raoul, Claude Raynal, Jean-Claude Requier, Maurice Vincent, Jean Pierre Vogel.

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
PRINCIPALES OBSERVATIONS DU RAPPORTEUR SPÉCIAL	5
I. UN RÔLE D'ANIMATION DU MARCHÉ DE LA DETTE, MAIS AUSSI DE CONSEIL ET D'ASSISTANCE À L'AGENCE FRANCE TRÉSOR	7
A. UN STATUT ÉVOLUANT AVEC LES CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ DE LA DETTE SOUVERAINE.....	7
1. <i>Spécialistes en valeur du Trésor, correspondants en valeur du Trésor et spécialistes en pension sur valeur du Trésor</i>	<i>7</i>
2. <i>Une proportion de banques françaises en diminution, en lien avec l'accroissement de la part de dette détenue par des non-résidents.....</i>	<i>8</i>
B. UNE CHARTE PUBLIQUE DÉFINISSANT LES RÈGLES QUI RÉGISSENT LES RELATIONS DE L'AGENCE FRANCE TRÉSOR AVEC LES SPÉCIALISTES EN VALEUR DU TRÉSOR.....	8
C. UN RÔLE D'ANIMATION DU MARCHÉ DE LA DETTE.....	9
1. <i>Sur le marché primaire.....</i>	<i>9</i>
2. <i>Sur le marché secondaire.....</i>	<i>12</i>
D. DES MISSIONS ÉTENDUES DE CONSEIL ET D'ASSISTANCE À L'AGENCE FRANCE TRÉSOR.....	12
E. LA PROMOTION DES VALEURS DU TRÉSOR.....	13
II. DES CONTRAINTES STRICTES, DES CONTREPARTIES QUI SEMBLENT LIMITÉES : UNE ATTRACTIVITÉ DE LA DETTE FRANÇAISE PEUT-ÊTRE PLUS FRAGILE QU'IL N'Y PARAÎT	15
A. DES CONTRAINTES PORTANT SUR L'ORGANISATION ET LE FONCTIONNEMENT DES SPÉCIALISTES EN VALEUR DU TRÉSOR	15
B. DES CONTREPARTIES QUI SEMBLENT LIMITÉES.....	16
1. <i>Des contreparties techniques : l'accès à certaines facilités</i>	<i>16</i>
2. <i>Des contreparties institutionnelles : un dialogue privilégié avec l'Agence France Trésor et la direction du Trésor.....</i>	<i>19</i>
C. PLUSIEURS MOYENS DE PRESSION À LA DISPOSITION DE L'AFT EN CAS DE NON-RESPECT PAR UNE BANQUE DE SES ENGAGEMENTS.....	19
D. UN ÉDIFICE FRAGILE : UNE SITUATION ÉCONOMIQUE ET UN NIVEAU D'ENDETTEMENT PRÉOCCUPANTS	20
EXAMEN EN COMMISSION.....	23
LISTE DES PERSONNES ENTENDUES	25

ANNEXE : COMPARAISONS INTERNATIONALES	27
1. <i>Un modèle répandu</i>	27
2. <i>La sélection</i>	27
3. <i>Les statuts différenciés de primary dealers</i>	28
4. <i>Adjudications et privilèges des primary dealers</i>	28
5. <i>Évaluation des primary dealers</i>	29

PRINCIPALES OBSERVATIONS DU RAPPORTEUR SPÉCIAL

Observation n° 1 : Le recours à l'avis d'un comité de sélection lors de la procédure de sélection paraît nécessaire et souhaitable afin d'assurer l'impartialité du choix de ces partenaires privilégiés de la France en matière d'émission de dette souveraine.

Observation n° 2 : la charte liant l'Agence France Trésor et les spécialistes en valeur du Trésor définit précisément les missions des banques appartenant au réseau et sa publicité constitue un des principaux éléments de transparence du dispositif.

Observation n° 3 : outre leur rôle en matière d'émission et d'animation du marché secondaire, les spécialistes en valeur du Trésor conseillent et assistent l'Agence France Trésor tout au long de l'année, à la fois concernant la définition et la mise en œuvre de son programme de financement, mais aussi sur des sujets plus généraux macroéconomiques et financiers.

Observation n° 4 : l'Agence France Trésor dépend largement des spécialistes en valeur du Trésor pour rencontrer des investisseurs. Contrairement à la Cour des comptes qui indiquait dans un référé de 2012 que cela pouvait « constituer une limite », votre rapporteur spécial considère que cette situation est normale au regard de la bonne connaissance, par les SVT, des investisseurs avec lesquels ils sont en contact plus direct que ne l'est l'AFT.

Observation n° 5 : les résultats détaillés du sondage d'opinion réalisé chaque année auprès des investisseurs en vue d'obtenir leur appréciation sur le fonctionnement du marché de la dette française devraient être publiés sur le site de l'Agence France Trésor, après anonymisation des données concernant les SVT.

Observation n° 6 : les contreparties dont jouissent les SVT paraissent limitées au regard des contraintes organisationnelles et fonctionnelles qui pèsent sur les banques membres du réseau. Ce sont donc davantage le prestige attaché à la fonction et la qualité de la dette française perçue par les investisseurs qui expliquent l'intérêt que trouvent les banques à faire partie du réseau.

Observation n° 7 : Les banques spécialistes en valeur du Trésor trouvent leur intérêt dans la participation aux adjudications de dette française en raison d'une confiance partagée dans la qualité des titres français. Pour préserver cette confiance, il est nécessaire de conduire une politique de finances publiques de réduction des dépenses et de maîtrise de la dette.

I. UN RÔLE D'ANIMATION DU MARCHÉ DE LA DETTE, MAIS AUSSI DE CONSEIL ET D'ASSISTANCE À L'AGENCE FRANCE TRÉSOR

A. UN STATUT ÉVOLUANT AVEC LES CARACTÉRISTIQUES DU MARCHÉ DE LA DETTE SOUVERAINE

1. Spécialistes en valeur du Trésor, correspondants en valeur du Trésor et spécialistes en pension sur valeur du Trésor

Un groupe de « spécialistes en valeur du Trésor » (SVT) a été constitué pour la **première fois en janvier 1987**. Il était alors composé de treize établissements, chargés d'animer les marchés primaire et secondaire d'émission de dette d'État. La création du groupe a donné lieu à la rédaction d'un cahier des charges, devenu depuis une charte (cf. *infra*), mais n'a été prévue et encadrée par aucun texte législatif ou réglementaire.

La création du réseau des spécialistes en valeur du Trésor intervenait dans un **contexte de réforme de la politique d'émission et de gestion de la dette publique en France**. Cette réforme visait notamment à permettre le développement de l'émission de titres de dette négociable.

Deux types de dette : la dette négociable et la dette non négociable

Il faut distinguer la **dette négociable**, c'est-à-dire contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financiers (obligations et bons du Trésor) de la **dette non négociable**, correspondant aux dépôts de certains organismes (collectivités territoriales, établissements publics...) sur le compte du Trésor.

Les spécialistes en valeur du Trésor animent le **marché de la dette négociable de l'État**.

Ce **changement de modèle d'émission de la dette publique** a rendu nécessaire la création d'un réseau d'établissements chargés de trois principales missions. Les banques sélectionnées devaient tout à la fois assurer la liquidité du marché des principales valeurs du Trésor, conseiller et assister la direction du Trésor dans la conception de la politique d'émission et de gestion de la dette publique et développer le placement des valeurs du Trésor, y compris à l'étranger.

Le nombre de spécialistes en valeur du Trésor a connu une **progression régulière pour atteindre 22 membres** lors de la sélection de juillet 2003. Aujourd'hui, **18 établissements jouissent de ce statut**. La liste est rendue publique par voie de communiqué de presse par l'Agence France Trésor et elle est indiquée sur le site internet du service.

Le statut de ces établissements a connu **plusieurs réformes** avec la création de statuts similaires correspondant à des missions spécifiques¹, qui n'ont cependant pas perduré jusqu'à aujourd'hui.

Ainsi, un statut de « **Correspondant en Valeurs du Trésor** » (CVT) a été créé en 1988 pour donner la possibilité aux établissements de bénéficier du statut pendant une sorte de période probatoire. Ce statut intermédiaire a été supprimé en avril 1998. Un statut comparable d'« Intermédiaire en Valeur du Trésor » (IVT) lui a succédé pour être définitivement abandonné en 2003.

Par ailleurs, un statut de « **Spécialistes en Pensions sur Valeurs du Trésor** » (SPVT) a été créé en 1994 avant d'être fusionné avec le statut principal trois ans plus tard en 1997.

2. Une proportion de banques françaises en diminution, en lien avec l'accroissement de la part de dette détenue par des non-résidents

À la fin des années 1990, plus de la moitié des banques spécialistes en valeur du Trésor étaient françaises, contre un cinquième aujourd'hui. Cette diminution doit être mise au regard de la hausse de la part de dette d'État détenue par des non-résidents, passée de moins d'un tiers (28 %) en 1999 à plus de 60 % aujourd'hui.

De façon générale, les **évolutions du réseau des SVT suivent celles du marché de la dette.**

B. UNE CHARTE PUBLIQUE DÉFINISSANT LES RÈGLES QUI RÉGISSENT LES RELATIONS DE L'AGENCE FRANCE TRÉSOR AVEC LES SPÉCIALISTES EN VALEUR DU TRÉSOR

Les SVT sont **sélectionnés tous les trois ans** par un comité composé de personnalités parmi lesquelles des **parlementaires**, après approbation finale du ministre des finances. Votre rapporteur spécial a d'ailleurs **fait partie de ce comité lors de la procédure de sélection de décembre 2015.**

Observation n° 1 : Le recours à l'avis d'un comité de sélection lors de la procédure de sélection paraît nécessaire et souhaitable afin d'assurer l'impartialité du choix de ces partenaires privilégiés de la France en matière d'émission de dette souveraine.

¹ Ces statuts n'ont pas non plus été prévus par des textes législatifs ou réglementaires et découlent de documents contractuels entre le Trésor français et les banques concernées.

Avant chaque sélection de SVT, le ministère des finances propose aux futurs candidats un **statut** (appelé cahier des charges puis charte), dans lequel sont précisées les obligations des SVT pour acheter et vendre sur les marchés, coter les titres et placer les valeurs du Trésor auprès des investisseurs. Chaque sélection offre la possibilité d'amender la charte.

La charte est rendue publique depuis 2003 : c'est d'abord un résumé qui a été rendu public et en 2006, l'intégralité du document a été publiée sur le site de l'AFT. Depuis 2006, la charte a été modifiée en 2009 et en 2012.

La charte actuellement en vigueur, mise en ligne sur le site de l'Agence France Trésor, est celle du **16 novembre 2012** : elle n'a donc pas été modifiée à la suite de la procédure de sélection qui s'est tenue à la fin de l'année 2015.

Les SVT doivent signer la charte¹ et la remettre au directeur général de l'AFT. **À défaut d'obtenir cette signature dans un délai de deux mois à compter de sa sélection, l'établissement perd sa qualité de SVT.**

Observation n° 2 : la charte liant l'Agence France Trésor et les spécialistes en valeur du Trésor définit précisément les missions des banques appartenant au réseau et sa publicité constitue un des principaux éléments de transparence du dispositif.

C. UN RÔLE D'ANIMATION DU MARCHÉ DE LA DETTE

1. Sur le marché primaire

Les SVT doivent participer aux adjudications et aux éventuelles syndications, c'est-à-dire à l'ensemble des émissions (en d'autres termes, des ventes) de titres de dette de l'État français.

¹ La charte doit être signée par un responsable dirigeant et le responsable de la conformité.

Les techniques d'émission

Deux principales techniques d'émission de dette doivent être distinguées : l'adjudication et la syndication.

Depuis 1985, la technique de l'adjudication « au prix demandé » (dite « à la hollandaise ») constitue la voie privilégiée d'émission des valeurs du Trésor, la syndication bancaire n'étant utilisée que dans des circonstances spécifiques.

I. L'adjudication au prix demandé

L'adjudication « au prix demandé » consiste à **servir les titres au prix ou au taux effectif de soumission, par opposition au prix ou au taux marginal**. On appelle également ce type d'adjudication « enchère à prix multiples et à prix scellés ».

Les **offres dont les prix sont les plus élevés sont servies en premier**. Celles de niveau inférieur le sont ensuite, jusqu'à hauteur du montant souhaité par l'AFT. Les participants dont les offres ont été retenues paient donc des prix différents, correspondant exactement aux prix qu'ils ont demandés.

II. La syndication

La syndication constitue un engagement précis entre les banques, souscripteurs réunis dans un **syndicat bancaire**, et l'émetteur, d'acquérir des **titres à un prix défini** avec l'émetteur. Cette technique est utilisée pour le **lancement de titres innovants** ou sur des **segments de marché moins profonds**, notamment sur la partie longue de la courbe (quinze ans et plus).

Source : Agence France Trésor

a) Pour les adjudications

La charte prévoit que **chaque SVT participe à toutes les adjudications et met en œuvre tous les moyens nécessaires pour ce faire**.

En dehors d'un cas de « force majeure », **aucune exception n'est prévue**.

La participation des spécialistes en valeur du Trésor doit être « significative », c'est-à-dire qu'elle doit représenter au minimum, en moyenne sur les douze derniers mois, 2 % des volumes adjugés de façon compétitive dans chaque type d'adjudication ou 2 % des volumes adjugés de façon compétitive dans trois des quatre types d'adjudication et une moyenne arithmétique des quatre taux de participation précités d'au moins 3 %.

En d'autres termes, **une participation inférieure à 2 % sur un type d'adjudication est acceptée si elle est « rattrapée »** par des participations plus importantes sur les autres types d'adjudication, permettant d'atteindre une moyenne totale de 3 % sur l'ensemble des adjudications.

Les différents types d'adjudication

Quatre types d'adjudication sont cités par la charte, qui correspondent chacun à l'émission d'un type de titre précis :

1) Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précomptés, ou BTF, c'est-à-dire de titres de court terme dont la maturité est inférieure à un an et qui servent à couvrir les besoins de trésorerie de l'État ;

2) Adjudication d'obligations assimilables du Trésor, ou OAT, à moyen terme, c'est-à-dire de titres dont la maturité est comprise entre deux et sept ans ;

3) Adjudication d'obligations assimilables du Trésor de long terme, c'est-à-dire de titres dont la maturité est supérieure à sept ans ;

4) Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation.

Source : commission des finances du Sénat

La charte prévoit que l'Agence France Trésor apprécie trimestriellement la manière dont chaque établissement s'acquitte de ces engagements et en informe chaque SVT.

b) En cas de syndication

Les syndications sont **beaucoup plus rares que les adjudications** : depuis 2010, seules cinq syndications ont été organisées par l'Agence France Trésor pour lancer des titres dont les caractéristiques sont innovantes (indexation sur l'inflation européenne, par exemple) ou dont la maturité est très importante (supérieure à quinze ans).

En cas de syndication, tous les SVT doivent participer au **syndicat de placement** qui s'engage à acquérir des titres à un prix défini. Un chef de file (ou plusieurs) est désigné par l'AFT au sein des SVT, celui-ci ayant « *une responsabilité particulière d'animation du marché secondaire du titre émis* ».

c) Un rôle de conseil sur la définition et la mise en œuvre du programme de financement

Outre la participation proprement dite aux adjudications et aux syndications, **les spécialistes en valeur du Trésor accompagnent l'Agence France Trésor en amont et en aval des émissions.**

Ainsi, ils **fournissent un avis à l'AFT sur les émissions envisagées avant la publication du programme annuel de financement** et dans la semaine précédant chaque adjudication - en pratique, quasiment toutes les semaines de l'année.

Les **modalités pratiques d'organisation de ces rencontres dépendent de la nature des titres émis** : elles sont physiques et se tiennent deux fois par mois pour les adjudications de titres à moyen et long terme,

tandis qu'elles ont lieu chaque semaine et par téléphone pour les adjudications de titres à court terme.

Les SVT sont bien sûrs tenus à un **devoir de confidentialité** sur ces échanges. Ils doivent également s'assurer de la **cohérence entre les opinions exprimées avant les émissions et les opérations réalisées** lors de l'adjudication : les conseils des SVT les engagent auprès de l'AFT.

2. Sur le marché secondaire

La charte prévoit que « *les SVT soutiennent, par leurs activités de tenue de marché, la liquidité du marché de l'ensemble des valeurs du Trésor* ». Les SVT doivent notamment « *coter ferme et en continu, à l'achat et à la vente, aux clients et aux autres SVT* ».

En d'autres termes, ces banques **fournissent à tout moment une fourchette de prix acheteur/vendeur pour toutes les valeurs du Trésor** (c'est-à-dire pour tous les types de dette française sur le marché). Elles **s'engagent à effectuer une transaction à ce prix pour un montant minimal et assurent ainsi la liquidité du marché des titres de l'État français**.

D'après la charte liant l'AFT et les SVT, **une part de marché de 2 % sur le marché secondaire** est considérée comme un « *minimum raisonnable* ».

D. DES MISSIONS ÉTENDUES DE CONSEIL ET D'ASSISTANCE À L'AGENCE FRANCE TRÉSOR

Les spécialistes en valeur du Trésor sont également chargés d'une **mission de conseil et d'assistance auprès de l'Agence France Trésor** : les SVT doivent fournir un conseil continu et de qualité à l'AFT en matière de politique d'émissions, de gestion de la dette, de promotion de la signature de l'État français, de couverture des risques financiers de l'État, de fonctionnement des marchés de taux.

Observation n° 3 : outre leur rôle en matière d'émission et d'animation du marché secondaire, les spécialistes en valeur du Trésor conseillent et assistent l'Agence France Trésor tout au long de l'année, à la fois concernant la définition et la mise en œuvre de son programme de financement, mais aussi sur des sujets plus généraux macroéconomiques et financiers.

Ainsi, les SVT doivent informer et conseiller l'AFT à la fois concernant leur position sur le marché de la dette et, de façon plus générale, sur des thématiques générales « *relatives au marché obligataire souverain ou*

affectant la signature de la République » comme la politique monétaire, la conjoncture macro-économique, les évolutions du secteur financier...

L'AFT a accès à **l'ensemble des analyses et recherches menées par les SVT sur le fonctionnement des marchés financiers**. Les SVT doivent compter **au moins un économiste spécialiste de la France dont la localisation principale est à Paris** et veiller à favoriser un dialogue régulier entre l'AFT et ses équipes d'économistes.

D'après les informations transmises par l'Agence France Trésor, cette mission de conseil revêt des **réalités très diverses**.

De manière quotidienne, les SVT informent l'AFT des évolutions des marchés de taux et du marché des titres français en particulier. Selon les SVT, ces contacts peuvent prendre des formes très diverses (appel téléphonique, « chat » Bloomberg, courriel) et restent généralement très informels. Ils concernent à la fois les facteurs économiques et financiers pouvant affecter l'évolution des taux, les opérations primaires des émetteurs publics en euro, ou les principaux flux observés sur le marché secondaire. L'analyse des SVT sur l'évolution de la demande pour les titres de l'État français, ainsi que sur les opportunités d'émission, fait l'objet d'échanges réguliers.

Il est également possible que, de façon ponctuelle, sur proposition d'une banque spécialiste en valeur du Trésor, celle-ci vienne présenter à l'AFT des **opportunités d'émission par syndication**, en lien avec les orientations définies par l'AFT dans son programme de financement ; ces réunions, le plus souvent physiques, donnent généralement lieu à la remise d'une présentation à l'AFT.

L'AFT a indiqué être particulièrement attentive à l'expertise des SVT *« sur des titres particuliers tels que les obligations indexées sur l'inflation, sur l'opportunité de la création de nouveaux produits ainsi que leur analyse des évolutions de la demande liées à la réglementation »*.

E. LA PROMOTION DES VALEURS DU TRÉSOR

Les SVT doivent intégrer à leur stratégie commerciale le placement des valeurs du Trésor *« auprès d'une communauté large et diversifiée d'investisseurs »*.

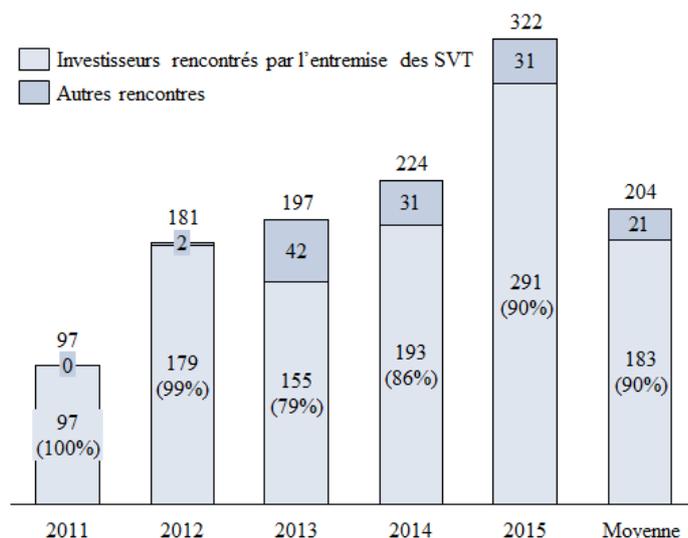
L'AFT et les SVT peuvent organiser des actions conjointes de promotion des valeurs du Trésor et, de façon générale, les SVT assistent l'AFT lors de ses déplacements.

La charte indique que *« ceci n'est pas exclusif de contacts que l'AFT entretient directement avec certains investisseurs »* mais, dans les faits, **la plupart des investisseurs rencontrés par l'AFT le sont par l'entremise des SVT** : en moyenne, sur la période 2011-2015, 90 % des investisseurs

rencontrés par l'AFT l'étaient grâce à l'entremise des banques spécialistes en valeur du Trésor (voir graphique ci-après).

Observation n° 4 : l'Agence France Trésor dépend largement des spécialistes en valeur du Trésor pour rencontrer des investisseurs. Contrairement à la Cour des comptes qui indiquait dans un référé de 2012 que cela pouvait « constituer une limite », votre rapporteur spécial considère que cette situation est normale au regard de la bonne connaissance, par les SVT, des investisseurs avec lesquels ils sont en contact plus direct que ne l'est l'AFT.

Nombre d'investisseurs rencontrés par l'Agence France Trésor de 2011 à 2015



Source : commission des finances, d'après les réponses du ministère des finances et des comptes publics au questionnaire du rapporteur spécial

En outre, les SVT procèdent chaque année à un **sondage d'opinions auprès des investisseurs** en vue d'obtenir leur appréciation sur le fonctionnement du marché de la dette française et la qualité de leurs relations avec les SVT. Une synthèse des résultats de l'enquête, habituellement conduite par IEM Finances et publiée à la fin de l'année, est rendue publique par l'AFT sous la forme d'un communiqué de presse¹. Cette enquête évalue la satisfaction des investisseurs sur le fonctionnement du marché français de la dette d'État et divers critères (liquidité, transparence, flexibilité...). Des questions plus spécifiques et relatives aux SVT sont

¹ Pour l'année 2015, communiqué de presse du 11 décembre 2015 intitulé « Enquête IEM Finance : les SVT vus par les investisseurs », disponible en ligne sur le site internet de l'AFT.

également posées, concernant par exemple le « pricing » (les prix fournis pour chaque catégorie de titre), la recherche ou encore le post-marché.

Observation n° 5 : les résultats détaillés du sondage d'opinion réalisé chaque année auprès des investisseurs en vue d'obtenir leur appréciation sur le fonctionnement du marché de la dette française devraient être publiés sur le site de l'Agence France Trésor, après anonymisation des données concernant les SVT.

Le traitement post-marché des opérations

Le traitement post-marché des opérations peut être synthétisé en **trois grandes parties** :

i) assurer le suivi des risques pour l'Agence France Trésor sur toutes les opérations engagées, pour son compte ou pour compte de tiers. Sont suivis notamment :

a. le risque d'emprise et risque d'engagement – ne pas dépasser un pourcentage du montant total des opérations ou un certain seuil des montants engagés pour chaque contrepartie par type d'opération ;

b. le risque de règlement – ne pas dépasser un certain montant pour les fonds prêtés et remboursables sur un jour donné ;

c. le risque de contrepartie – moduler les montants disponibles pour chaque contrepartie en fonction de leur solidité financière ;

ii) assurer le dénouement des opérations et fournir les pièces justificatives au Service de contrôle budgétaire et comptable ministériel (SCBCM) du Ministère de l'économie et des finances ;

iii) mettre en place, négocier et instruire les appels de marge sur toutes les opérations de marché sur instruments financiers à terme et sur pensions livrées engagées par l'AFT, ayant fait l'objet d'une convention bilatérale spécifique.

Source : réponse du ministère des finances et des comptes publics au questionnaire du rapporteur spécial

II. DES CONTRAINTES STRICTES, DES CONTREPARTIES QUI SEMBLent LIMITÉES : UNE ATTRACTIVITÉ DE LA DETTE FRANÇAISE PEUT-ÊTRE PLUS FRAGILE QU'IL N'Y PARAÎT

A. DES CONTRAINTES PORTANT SUR L'ORGANISATION ET LE FONCTIONNEMENT DES SPÉCIALISTES EN VALEUR DU TRÉSOR

Afin d'assurer l'ensemble des missions décrites *supra* (cf. I du présent rapport), les spécialistes en valeur du Trésor sont soumis à de strictes obligations.

La charte indique ainsi que « *la présence effective d'équipes en France est un moyen irremplaçable pour créer et maintenir avec efficacité [une relation proche et continue dans le temps]* ».

Le secret professionnel ne s'applique pas aux relations entre le SVT et l'AFT.

Les SVT sont aussi encouragés à **organiser des contacts réguliers entre leur direction et le ministre chargé de l'économie, le directeur général du Trésor et le directeur général de l'AFT** sur les questions relatives aux marchés de taux et aux finances publiques. Le ministère des finances et des comptes publics a indiqué, en réponse au questionnaire de votre rapporteur spécial, que « *les rencontres entre le directeur général de l'AFT et la direction d'un SVT sont variables et dépendent de l'importance et du classement du SVT considéré. Pour les SVT les plus importants, au moins une rencontre annuelle est organisée, en dehors des rencontres pouvant se tenir à l'occasion des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale, l'évaluation annuelle des SVT* ».

En outre, les SVT doivent **désigner un responsable SVT**, qui sera **l'interlocuteur privilégié de l'AFT** et qui est responsable du respect de la charte SVT au sein de son établissement. D'après les éléments transmis par le ministère des finances et des comptes publics, « *le niveau hiérarchique et la fonction du responsable SVT dans son établissement sont assez variables* » même si, « *dans tous les cas, il s'agit de personnes ayant une capacité d'accès au niveau de management senior de l'établissement afin de pouvoir faire remonter facilement au plus haut niveau décisionnel les points de difficultés éventuels dans la relation* ».

Les banques membres du réseau doivent également communiquer les **coordonnées d'un certain nombre de « responsables métiers »** que l'AFT est susceptible d'avoir besoin de contacter directement et désigner un responsable des activités post-marché.

B. DES CONTREPARTIES QUI SEMBLent LIMITÉES

1. Des contreparties techniques : l'accès à certaines facilités

Les **contraintes pesant sur les spécialistes en valeur du Trésor ne sont pas sans contrepartie** : si elles ne reçoivent évidemment pas de rémunération à ce titre, ce sont ainsi les seules banques qui sont autorisées à **acheter la dette de l'État sur le marché primaire**, c'est-à-dire le marché des titres nouvellement émis. Les autres investisseurs peuvent acheter et vendre des titres uniquement sur le marché secondaire, c'est-à-dire des titres déjà émis. **Les SVT sont également les seuls à pouvoir présenter des offres non compétitives (ONC)** et ils peuvent bénéficier d'une **facilité de pension livrée**.

a) Le droit de présenter des offres non compétitives

Les SVT peuvent acheter des titres de dette français en suivant une procédure spécifique : ils peuvent présenter, à l'issue de chaque adjudication¹, des **offres non compétitives (ONC)**. La pratique des ONC consiste à **soumettre une quantité sans préciser le prix**. Les ONC sont servies en priorité au **prix moyen pondéré qui résulte de l'adjudication**.

D'après Raphaële Préget, chercheur en économie à l'INRA², « *les ONC sont clairement considérées par le Trésor français comme un **privilège offert aux SVT en contrepartie des obligations auxquelles ces derniers ont souscrit*** ».

Cependant, ce « privilège » ne fait pas l'objet d'une utilisation intensive par les SVT : les offres non compétitives ne représentent en moyenne que **3,95 % des montants adjugés**, alors que le plafond est fixé, dans la plupart des cas, à 25 % du montant émis.

b) L'accès à la facilité de pension livrée

Concernant le segment de marché du « spécifique », les SVT peuvent bénéficier d'une **facilité de pension livrée** leur permettant d'emprunter de manière temporaire et à titre onéreux des titres d'État français (OAT et BTAN, y compris indexés) en échange d'autres titres d'État français de valeur équivalente aux titres prêtés.

¹ À l'exception des adjudications à l'envers.

² Préget, R. (2003), Les offres non compétitives dans les enchères du Trésor. Annales d'Économie et de Statistique (70), 155-179.

La technique de la pension livrée

Le marché de la pension recouvre les **opérations de prêts et emprunts de fonds contre remise de titres en garantie**. Le cédant vend à une contrepartie, le cessionnaire, des valeurs. Le cédant s'engage à reprendre les titres et le cessionnaire à les rétrocéder, pour un prix et à une date convenue à l'avance. Cet instrument permet à des investisseurs (trésoriers de banque, gérants de fonds), dans le cas d'une mise en pension, de **refinancer à court terme des titres détenus en portefeuille**.

Réciproquement, il assure à des investisseurs une **rémunération de fonds disponibles sur des périodes courtes**, généralement inférieures à un an, en bénéficiant d'une garantie.

Son nom international est « *repo* », diminutif de l'anglais *repurchase agreement*. Il s'agit d'un jeu de mots, car, en argot américain, *repo man* était le surnom de l'huissier effectuant une saisie (*repossession*).

En France, le marché du *repo* bénéficie depuis 1994 d'un cadre légal. Ce « *repo* à la française » s'appelle la « **pension livrée** ».

Dans la **zone euro**, l'encours des *repos* - dont l'essentiel est à très court terme - a **crû considérablement de 1999 à 2007**, de plus de 20 % par an, avant de connaître une diminution avec le déclenchement de la crise de 2007.

Il existe en fait **deux segments bien distincts du marché du *repo*** : le plus important est celui du « vrac » (*general collateral* ou GC), où ce qui importe est l'opération de refinancement, et donc le taux d'intérêt à court terme négocié entre le prêteur et l'emprunteur des fonds, non le titre sous-jacent. Doit être aussi signalé le marché du « spécifique », où l'on cherche à **couvrir ponctuellement des positions courtes en tel ou tel titre**.

L'accès à cette facilité est conditionné à la **conclusion d'une convention spécifique avec la Caisse de la dette publique (CDP)**.

Outre des tests qui ont été réalisés avec chaque nouvelle contrepartie signataire de la convention, **la facilité de pension livrée a été sollicitée à quatre reprises en 2015¹** :

- le 26 juin 2015, pour 25 millions d'OAT 8,25 % arrivant à échéance le 25 avril 2022. Sur les 25 millions de titres, le SVT a restitué 7 millions de titres le 29 juin, le million restant ayant été reconduit jusqu'au 6 juillet. Au total, les titres ont été utilisés pour six jours ouvrés ;

- le 30 juin 2015, pour 96 millions de BTAN indexés sur l'inflation 0,45 % 25 juillet 2016. Les titres ont été restitués à la CDP le 1^{er} juillet. Au total, les titres ont été utilisés un jour ouvré ;

- le 30 septembre, pour 35 millions de BTAN 1 % 25 juillet 2017. Les titres ont été restitués à la CDP le 1^{er} octobre. Au total, les titres ont été utilisés 1 jour ouvré ;

¹ Source : réponse du ministère des finances et des comptes publics au questionnaire du rapporteur spécial.

- le 30 septembre 2015 pour 145 millions de BTAN indexés sur l'inflation 0,45 % 25 juillet 2016. Les titres ont été restitués à la CDP le 1^{er} octobre. Au total, les titres ont été utilisés un jour ouvré.

2. Des contreparties institutionnelles : un dialogue privilégié avec l'Agence France Trésor et la direction du Trésor

Le rôle de spécialiste en valeur du Trésor permet aux banques, qui ont d'autres activités, de **dialoguer plus directement avec les institutions publiques** : ainsi, chaque année, l'AFT met en contact les économistes des banques SVT avec la direction générale du Trésor dans le cadre de la présentation du projet de loi de finances, qui a lieu dans les locaux de l'AFT fin septembre.

Par ailleurs, des **échanges thématiques entre économistes et cadres de la direction du Trésor** ont été organisés sur une base régulière les années précédentes dans le cadre de **petits déjeuners organisés par l'AFT**, avec pour objectif de débattre de sujets de politique économique d'actualité.

Outre ces rendez-vous réguliers, la charte prévoit que l'AFT est « *à la disposition des SVT pour expliquer et commenter la politique économique française et la politique européenne dans les domaines de sa compétence* » et qu'elle « *organise en tant que de besoin des contacts entre les SVT et les équipes compétentes au sein de l'administration* ».

Observation n° 6 : les contreparties dont jouissent les SVT paraissent limitées au regard des contraintes organisationnelles et fonctionnelles qui pèsent sur les banques membres du réseau.

C. PLUSIEURS MOYENS DE PRESSION À LA DISPOSITION DE L'AFT EN CAS DE NON-RESPECT PAR UNE BANQUE DE SES ENGAGEMENTS

Selon les termes de la charte, **l'Agence France Trésor dispose de moyens de sanction** pour faire pression sur un spécialiste en valeur du Trésor qui ne tiendrait pas ses engagements.

Elle peut par exemple **retirer à un spécialiste en valeur du Trésor le droit de présenter une offre non compétitive, ou ONC**.

D'après les informations transmises par le Gouvernement, « *la possibilité de retirer les droits à ONC a déjà été utilisée par l'AFT, et même très récemment puisqu'un SVT a été privé de son droit à ONC pour les titres à moyen et long terme entre le T3 2015 et le T1 2016. Cette décision avait été prise afin de sanctionner le non-respect par cet établissement des obligations de parts de marché primaire auxquelles il s'était engagé en signant la charte SVT* ».

Au surplus, bien que les prérogatives générales de contrôles sur pièces et sur place relèvent de l’Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) pour les établissements nationaux, et de l’autorité de contrôle nationale pour les contreparties étrangères, la charte prévoit la **faculté de faire effectuer des contrôles sur pièces et sur place par un tiers mandaté par l’AFT**, afin de vérifier le bon respect des obligations du SVT.

Cette faculté a déjà été utilisée pour des contrôles de fiabilité des statistiques de transactions sur le marché secondaire établies par les SVT et transmises mensuellement à l’AFT.

Dans le cas où le SVT contreviendrait gravement à ses engagements, la charte prévoit également la **possibilité de le suspendre**. Toutefois, cette possibilité n’a jamais été mise en œuvre.

Enfin, **les SVT sont évalués chaque année**, selon des critères précisés au sein de la charte, et le **palmarès est publié en début d’année sur le site internet de l’Agence France Trésor**. Par exemple, une absence, même justifiée, à une adjudication est prise en compte dans l’évaluation.

Les critères d’évaluation français paraissent relativement stricts par comparaison à d’autres pays (voir annexe : comparaisons internationales).

D. UN ÉDIFICE FRAGILE : UNE SITUATION ÉCONOMIQUE ET UN NIVEAU D’ENDETTEMENT PRÉOCCUPANTS

La **rentabilité du métier ne paraît pas excellente et les contreparties au statut de SVT restent limitées** : si des banques encore nombreuses choisissent de faire partie du réseau des spécialistes en valeur du Trésor, c’est que la dette française est considérée, aujourd’hui, comme une dette de qualité.

La **qualité perçue de la dette française** qui conduit les banques à trouver intérêt à appartenir au réseau des spécialistes en valeur du Trésor. D’ailleurs, d’après le ministère des finances et des comptes publics, la diversité géographique des banques appartenant au réseau « *confirme le rôle central et l’attractivité des valeurs du Trésor français sur le marché de la dette en euros* ».

En effet, les banques spécialistes en valeur du Trésor doivent garantir que le marché secondaire est liquide, mais cela dépend avant tout de la **perception du risque par les investisseurs** : si ceux-ci venaient à considérer que la France ne présentait pas des garanties suffisantes, ils pourraient se refuser à acheter des valeurs du Trésor. Dans ce cas, les SVT ne pourraient plus continuer à acheter des titres à l’État sans certitude de pouvoir les échanger ensuite.

Tout le système repose donc sur une **confiance partagée dans la qualité des titres français**. Si cette confiance venait à être ébranlée, le risque de dysfonctionnements graves serait réel.

Or, le **niveau d'endettement actuel de la France paraît préoccupant**. En outre, la politique économique et budgétaire menée par le Gouvernement, qui maintient un haut niveau de dépenses publiques sans réellement repenser les prélèvements obligatoires qui pèsent sur les ménages et les entreprises, ne semble pas adaptée.

Observation n° 7 : Les banques spécialistes en valeur du Trésor trouvent leur intérêt dans la participation aux adjudications de dette française en raison d'une confiance partagée dans la qualité des titres français. Pour préserver cette confiance, il est nécessaire de conduire une politique de finances publiques de réduction des dépenses et de maîtrise de la dette.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le 19 octobre 2016, sous la présidence de Mme Michèle André, présidente, la commission a entendu une communication de M. Serge Dassault, rapporteur spécial, sur les banques spécialistes en valeur du Trésor.

La commission a donné acte de sa communication à M. Serge Dassault, rapporteur spécial et en a autorisé la publication sous la forme d'un rapport d'information.

LISTE DES PERSONNES ENTENDUES

Banque de France

- M. Denis BEAU, directeur général des opérations de la Banque de France ;
- Mme Véronique BENSAID-COHEN, conseillère parlementaire.

Agence France Trésor

- M. Anthony REQUIN, directeur général ;
- M. Hugues MAIGNAN, directeur des opérations.

Crédit suisse

- M. Bruno ANGLES, président Crédit suisse France et Belgique ;
- M. Éric ELBAZ, *Head Western Europe solutions*.

BNP Paribas

- M. Benito BABINI, responsable de l'activité de spécialiste en valeur du Trésor.

Société générale

- M. Michel BINE, responsable mondial des activités de *trading* sur le *fixed income*.

ANNEXE : COMPARAISONS INTERNATIONALES

1. Un modèle répandu

Les États-Unis ont été premier pays à mettre en place un réseau de SVT (les *primary dealers*) pour appuyer la politique d'émission de la dette publique en 1960. La *Federal Reserve Bank* (« Fed ») de New York avait mis en place un groupe comportant dix-huit établissements.

Le modèle s'est ensuite exporté dans les autres pays industrialisés à partir du milieu des années 1980, puis dans les pays émergents à partir des années 1990.

Cette évolution connaît néanmoins des exceptions : au sein de l'Union européenne, l'Allemagne n'est par exemple pas formellement dotée d'un système de *primary dealers*. Un groupe d'établissements (trente-sept à la fin de l'année 2015) fait partie de la *Bietergruppe Bundesemissionen*. La liste des banques y appartenant est établie par l'agence financière allemande, placée sous l'autorité du Gouvernement. Seuls les membres de ce groupe peuvent participer directement aux adjudications. Le marché fonctionnant bien même sans ce statut d'établissements spécialistes, il n'est pas apparu nécessaire de mettre en place un régime de *primary dealers*.

2. La sélection

Les **procédures de nomination des membres du réseau SVT varient selon les pays**. La sélection peut relever de l'agence chargée de gérer la dette publique ou du ministère des finances, de la banque centrale ou encore du ministère des finances et de la banque centrale. En principe, plusieurs types d'établissement sont éligibles au statut de *primary dealer*. Toutefois, dans les marchés des pays développés, les établissements sélectionnés pour faire partie du réseau de SVT sont quasi-exclusivement des banques.

Dans la plupart des pays, la sélection des membres du réseau de *primary dealers* se fait par l'agence de gestion de la dette publique ou par le ministère des finances. En pratique, on peut considérer que les deux cas de figure ne présentent pas de différence majeure, puisque l'agence est placée sous l'autorité du ministère. Ce mode de sélection est par exemple en vigueur en France et en Belgique.

Les États-Unis laissent à leur banque centrale le soin de sélectionner les établissements membres du groupe de SVT. Depuis les années 1960, la Fed établit la liste des établissements spécialistes.

3. Les statuts différenciés de *primary dealers*

Tous les pays européens n'ont pas nécessairement fait le choix d'un statut unique du *primary dealer*. Certains ont en effet prévu, à côté du modèle classique de contrepartie, un second statut pour des établissements ayant une mission plus spécifique.

En Belgique, l'agence de la dette belge établit également une liste de *recognised dealers* (huit établissements au quatrième trimestre 2015). Ces établissements ont des droits et obligations plus souples que les *primary dealers* (au nombre de quatorze au quatrième trimestre 2015). Ce second groupe est établi pour servir les mêmes objectifs stratégiques que les *primary dealers*, avec la spécificité de promouvoir les titres de dette belge auprès de certains marchés ou dans certaines zones géographiques.

Aux Pays-Bas, l'agence du Trésor d'État néerlandaise nomme, en plus des *primary dealers*, une liste de *single market specialists*. Ces derniers ont en charge le marché des titres de court-terme.

Au Danemark, l'agence de gestion de la dette passe deux types de contrats avec les établissements *primary dealers*. Certains établissements sont chargés du marché des obligations d'État, quand d'autres sont *primary dealers* pour les bons du Trésor danois. En pratique, ce sont actuellement cinq banques qui disposent de ce second statut, en plus du premier. Une distinction similaire est en vigueur au Royaume-Uni entre les *Gilt-Edged Market Makers* (GEMMs) et les *Treasury Bill Primary Participants*.

En Suède, ce sont trois types de *primary dealers* différents qui peuvent être reconnus par l'agence de gestion de la dette : ceux spécialisés dans les obligations nominales, les obligations liées à l'inflation ou les bons du Trésor suédois.

4. Adjudications et privilèges des *primary dealers*

La plupart des pays ont adopté un système d'adjudications fermées réservées aux établissements *primary dealers*. Ce privilège semble constituer la principale caractéristique commune de ces établissements spécialistes. Toutefois, selon les pays, les modalités précises de mise en œuvre ce privilège ne sont pas les mêmes. À titre d'exemple, l'Espagne accorde une demi-heure supplémentaire aux établissements agréés pour soumettre leurs offres. La Suède accorde quant à elle un accès exclusif au marché primaire pour les *primary dealers*.

Les États-Unis ont récemment décidé d'ouvrir les adjudications à des institutions financières non SVT (*direct bidding*), mettant ainsi un terme au monopole de participation de leurs SVT à leurs adjudications.

5. Évaluation des *primary dealers*

Une fois les établissements admis à figurer dans la liste de *primary dealers*, leur performance fait l'objet d'une **évaluation visant à déterminer s'ils peuvent continuer à y figurer lors de la prochaine sélection**. Cette évaluation est généralement conduite par le ministère des finances ou l'agence chargée de la gestion de la dette d'État.

Cette évaluation est basée sur des **critères quantitatifs et qualitatifs**. Ainsi, la performance d'un établissement peut se mesurer à la fois par le nombre d'offres qu'il effectue à l'occasion d'une adjudication ainsi que par la qualité du conseil qu'il prodigue à l'agence de gestion de la dette. Les différents critères sont en outre pondérés en fonction de leur importance du point de vue d'émetteur.

Tous les pays de l'Union européenne ne suivent pas la même politique en matière de publication des évaluations relatives à la performance des *primary dealers*. Certains pays font le choix de ne pas le rendre public : la Belgique, la Finlande, l'Irlande, la Suède, le Royaume-Uni. D'autres pays publient un classement des *primary dealers* selon leur performance : l'Autriche, la France, la Grèce, l'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne. Le classement n'est, en règle générale, que partiel. Seuls les noms des établissements les plus performants sont publiés, de manière à ne pas nuire à la réputation des autres établissements.

En outre, **toutes les agences de gestion de la dette ne publient pas nécessairement la méthode et les critères d'évaluation**. Une transparence complète sur les critères d'évaluation peut en effet avoir le désavantage de donner la possibilité aux établissements d'utiliser des **biais statistiques pour améliorer leur performance**. La France, la Grèce, l'Italie et le Portugal se distinguent quant à eux par la précision des informations disponibles relatives aux méthodes d'évaluation utilisées.