

Keynote speech
Discours prononcé par Jean-Pierre Jouyet,
Président de l'Autorité des marchés financiers
Conférence Tradetech - 13 février 2012
Hôtel Pullman - Tour Eiffel, Paris

« La réponse de l'AMF à MIF 2 »

Mesdames et Messieurs les parlementaires,
Mesdames et Messieurs les Présidents et Directeurs Généraux,
Mesdames et Messieurs,

Je suis très heureux d'avoir l'opportunité de m'exprimer devant vous ce matin. Votre conférence vient à point, à un moment important pour l'industrie du courtage financier. Pendant les 4 années écoulées, la combinaison d'évolutions technologiques rapides et d'une compétition accrue entre les lieux d'exécution, poussée par des évolutions importantes du cadre réglementaire, a plus fait évoluer les pratiques de négociation qu'au cours des 20 années antérieures. Alors que les pouvoirs publics travaillent d'arrache-pied à la réforme de la Directive MIF, il me paraît important de prendre un peu de recul pour envisager les améliorations qu'il s'agit d'apporter au cadre réglementaire.

Mais avant tout, il nous faut définir notre objectif. A mon sens, notre seul et unique objectif doit être **d'assurer un financement optimal de nos économies**. Pour cela, de nombreux outils sont à la disposition des pouvoirs publics. On peut notamment citer la modulation des normes prudentielles visant à favoriser l'octroi de crédit à l'économie réelle ou l'encadrement et le développement des activités de capital investissement. Mais naturellement, dans un contexte de raréfaction de ces deux sources de financement, et pour le régulateur de marché que je représente, le bon fonctionnement des marchés de capitaux est un enjeu essentiel.

C'est donc bien sous cet angle qu'il s'agit d'envisager la réforme de la MIF. La question qui se pose à nous est donc la suivante : comment pouvons-nous utiliser cette opportunité qui nous est donnée de réformer le fonctionnement de nos marchés pour les remettre au service du financement de l'économie ?

La Directive sur les Marchés d'Instruments financiers régule avant tout le fonctionnement des marchés secondaires. Les marchés secondaires ne servent pas directement à financer l'économie, rôle que remplissent les marchés primaires. Néanmoins, ils contribuent indirectement au bon financement de l'économie, en ce qu'ils permettent aux investisseurs et aux entreprises de valoriser leurs actifs et de les céder à des prix prévisibles. Les trois fonctions essentielles des marchés secondaires que nous devons sauvegarder et améliorer sont donc les suivantes :

- **Une fonction de formation des prix** : les marchés secondaires doivent assurer un processus de formation des prix efficient, pour que le prix d'échange reflète fidèlement l'équilibre entre l'offre et la demande.
- **Une fonction d'information du marché sur le prix des actifs, sur la palette d'actifs la plus large possible.**
- **Et enfin, les marchés secondaires doivent rassurer les investisseurs** sur leur capacité à céder leurs titres le moment venu de façon ordonnée.

1 - Je commencerai par mon premier point, à savoir le bon fonctionnement du processus de formation des prix. Les marchés doivent assurer un mécanisme de formation des prix efficient, témoin du point d'équilibre entre offre et demande.

Depuis l'entrée en vigueur de la première version de la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers, la concurrence entre plateformes a conduit à une fragmentation des bassins de liquidité. La formation du prix, autrefois concentrée sur une plate-forme unique, se réalise désormais sur plusieurs lieux d'exécution distincts. Ce qui est plus gênant, ce sont les nombreuses exemptions aux principes de transparence pré-négociations prévues par la MIF qui ont conduit dans le même temps au développement de dark-pools, c'est-à-dire de plateformes n'affichant pas publiquement les intentions d'achat et de vente des investisseurs. Enfin, malgré la baisse éventuelle des coûts de transaction, aucun mouvement de rapatriement des transactions de gré à gré sur les plateformes n'a été constaté depuis 2007, ce qui constitue peut-être notre échec le plus important. **Notre crainte, c'est que la poursuite de ce mouvement ne puisse conduire à un délitement progressif de la qualité des négociations sur les marchés transparents.**

Nous avons l'opportunité avec la révision de la Directive MIF de remédier à ces imperfections. Nous ne reviendrons naturellement pas sur la concurrence entre plateformes, principe plutôt sain tant qu'il est accompagné d'une bonne gestion des risques collatéraux. Il nous faut plutôt travailler à favoriser la participation d'un maximum de transactions pertinentes à la formation des prix. Pour cela, il nous faut nous atteler à deux chantiers principaux :

1.1 - Le premier chantier est d'afficher clairement **une incitation à la négociation sur des plateformes multilatérales bénéficiant d'une réelle transparence pré-négociation.** La Commission européenne affiche cette préférence pour les produits dérivés, mais, assez étrangement, pas pour les autres catégories d'instruments financiers. On pourrait aussi imaginer un système de « marquage » identifiant les transactions de gré à gré pour tous les instruments, qui permettrait aux régulateurs d'améliorer leur connaissance de ces transactions et leur compréhension du fonctionnement de ces modes d'exécution et de réagir si des transactions qui auraient eu vocation à réellement participer au mécanisme de formation des prix étaient exécutées de gré à gré.

1.2 - **Le deuxième chantier est de réduire le champ des exemptions à la transparence pré-négociation.** La transparence absolue ne doit pas être un dogme. Il est tout à fait compréhensible que des ordres de gros montants, qui risqueraient de déstabiliser les marchés, ne soient pas dévoilés

avant leur exécution. Mais les exemptions sont aujourd'hui trop nombreuses. Je pense en particulier à l'exemption dite « sur la base du prix importé ». Il est inquiétant de constater que l'exécution d'une transaction sur la base d'un prix importé de plateformes transparentes soit une justification à l'absence de transparence sur d'autres lieux d'exécution. En poussant ce principe jusqu'à l'extrême, on s'aperçoit de sa dangerosité : on arriverait à une situation où les ordres seraient majoritairement exécutés sur les plateformes les plus opaques, en se fondant sur le prix formé sur une plateforme dont le volume d'ordres serait en perpétuelle attrition. Cela n'a pas de sens. Les exemptions à la transparence pré-négociation prévue dans le cadre du projet de révision de la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers doivent donc être passées au crible de leur utilité pour le bon fonctionnement des marchés. Seules les exemptions pour les transactions de gros montants me semblent avoir prouvé leur utilité.

2.1 - Une fois que le mécanisme de formation des prix fonctionne de façon efficace, la deuxième fonction des marchés consiste à diffuser ce prix aux opérateurs à coût raisonnable. Il s'agit, vous l'aurez compris, d'assurer une transparence post-négociation adaptée.

Pour les acteurs de marché que vous êtes, la fragmentation des marchés n'a pas uniquement compliqué l'accès à la liquidité. Elle a également rendue malaisée l'accès à des données de marché de qualité. La Directive MIF avait posé les bases d'une obligation de transparence post-négociation en imposant de communiquer au marché les conditions auxquelles les transactions ont été conclues. Mais elle n'avait pas organisé la consolidation de cette information. Résultat, cette information est devenue illisible et difficilement exploitable compte tenu de la fragmentation des marchés.

Aujourd'hui, la Commission européenne montre sa volonté de régler ce problème à l'occasion de la refonte de la Directive MIF, en créant un nouveau statut de dispositif de publication agréé. Si l'intention est bonne, je crains que le remède proposé ne soit pas suffisant. Nous avons constaté au cours des dernières années l'incapacité des acteurs privés à développer une offre efficace, exhaustive et compétitive de consolidation des données de post-marché. En laissant à nouveau au secteur privé le soin de développer une telle offre, nous courons le risque d'un nouvel échec, alors qu'une intervention mesurée des pouvoirs publics dans ce procédé aurait permis d'avancer plus rapidement. Cette voie de constitution d'une *consolidated tape* européenne devrait être clairement encouragée à l'occasion de la réforme de la Directive MIF. En outre, il est absolument essentiel de parvenir à la mise en place d'un support d'information **unique et consolidé** sur les transactions relatives à un instrument financier donné, pour que le marché puisse avoir la vision exhaustive de l'activité sur un instrument en Europe – la Commission européenne laisse là encore dans son projet de texte une flexibilité qui n'obligera pas à la constitution d'un tel dispositif.

En revanche, la proposition de Directive de la Commission européenne doit être saluée en ce qu'elle vise à assurer la transparence des marchés au sens large, et non plus en se limitant aux seuls marchés d'actions. Naturellement, il faudra, marché par marché et instrument par instrument, définir avec précaution les conditions de cette transparence, en particulier en termes de différés de

publication, ainsi que le contenu de l'information à publier. Les marchés retrouveront alors leur fonction de diffusion des prix des actifs, sans compromettre pour autant la capacité des acteurs à exécuter des transactions sans révéler leurs stratégies.

2.2 - A ce point de mon propos, je crois important de faire une légère digression sur ces nouvelles catégories de plateformes que propose de créer la Commission européenne, les désormais fameux OTF (Organised Trading Facilities). Il s'agit d'un sujet important. Nous devons résoudre une triple équation.

La première est d'éviter que la création d'une nouvelle typologie de plateforme, aux règles moins exigeantes, ne conduise à un glissement des marchés les plus transparents vers des modes de négociation discrétionnaires ou opaques.

La deuxième équation, c'est que nous avons besoin de souplesse réglementaire pour rapatrier sur des plateformes d'échanges des produits aussi divers que les obligations, les produits structurés ou titrisés, ou les dérivés adossés à des sous-jacents variés. Les plateformes doivent pouvoir s'adapter à la diversité de chaque marché ou de chaque produit. Ainsi, on peut tout à fait comprendre que les dérivés ou titres plus complexes soient négociés sur des plateformes aux règles adaptées. Il serait en revanche dommageable pour les investisseurs que des produits standardisés, suffisamment liquides et faisant l'objet d'une compensation, et donc d'une neutralisation du risque de contrepartie, ne soient pas échangés sur des plateformes parfaitement multilatérales et transparentes. C'est tout le sens du projet Cassiopée porté par Paris Europlace, qui vise à favoriser l'émergence de plateformes multilatérales de négociation pour l'échange des titres obligataires. De même, on comprend mal l'intérêt des OTF pour le fonctionnement des marchés d'actions, historiquement les plus transparents.

Troisième et dernière équation, nous devons également rechercher, pour des raisons de concurrence internationale, une cohérence entre les propositions formulées par la Commission et celles prévues aux Etats-Unis pour la mise en place des *swap-execution facilities*.

Pour résoudre cet apparent dilemme, il nous faut accompagner la souplesse réglementaire accrue procurée par les OTF de mesures de préventions adaptées. En particulier, l'instauration d'une incitation (voire une obligation) à exécuter sur les marchés multilatéraux transparents les mieux régulés toutes les transactions qui s'y prêtent me semble inévitable. En d'autres termes, les OTF ne doivent pas disposer d'un statut de plateforme de négociation à part entière, afin qu'aucune confusion ne soit possible.

3 - J'en viens enfin à mon dernier point, la nécessité d'assurer la confiance des investisseurs dans la capacité des marchés à leur fournir les moyens de céder ou acquérir des actifs.

Il faut de nombreux ingrédients pour procurer cette confiance dans le fonctionnement des marchés : ceux-ci doivent être liquides, profonds, stables, et intègres.

3.1 – Je commencerai par la liquidité, la profondeur et la stabilité du marché, en traitant simultanément ces trois notions. En effet, la liquidité d'un marché doit être appréciée en tenant compte de sa profondeur, et de la stabilité et de la régularité des cotations. A défaut, la liquidité n'est pas effectivement disponible pour les investisseurs souhaitant céder leurs actifs.

De ce point de vue, le sujet le plus important que nous avons à traiter est celui de l'encadrement du trading algorithmique, afin d'éviter qu'il n'ait des effets délétères sur certains de ces paramètres. S'opposer par principe au recours aux ordinateurs pour la mise en œuvre des stratégies de négociation n'aurait pas grand sens. Il serait vain de s'attaquer, tel Don Quichotte face à ses moulins à vent, aux progrès technologiques, et ce serait de plus contreproductif compte-tenu des économies de coût permises par ces nouveaux outils. A titre d'exemple, le développement du *smart order routing* peut être tout à fait bénéfique au fonctionnement des marchés, en ce qu'il permet de fractionner de gros ordres et de faire ainsi participer à la formation des prix des transactions qui auraient pu déstabiliser les marchés si elles avaient été exécutées en un seul bloc. En revanche, certaines stratégies de trading à haute fréquence peuvent dégrader la qualité des marchés secondaires, en brouillant la lecture du carnet d'ordres ou en diminuant la profondeur du marché. Plus généralement, le trading algorithmique à haute fréquence peut accroître l'instabilité du marché en provoquant des oscillations de cours non justifiées ou des interactions incontrôlées entre algorithmes, comme l'a montré l'exemple du *flash crash* du 6 mai 2010 à Wall Street. Il décourage de ce fait certains investisseurs d'intervenir sur des plateformes transparentes, où les traders haute fréquence sont réputés être plus présents.

Le défi pour les régulateurs est de conserver l'apport de liquidité permis par ces nouvelles techniques de négociation, tout en maîtrisant les dommages collatéraux potentiels. Pour cela, les solutions existent, même si elles sont encore âprement discutées entre experts : il peut s'agir par exemple d'encadrer la tarification des ordres annulés et modifiés, ou les pas de cotation. Le projet de Directive de la Commission européenne fait un premier pas bienvenu dans ce sens, en prévoyant la possibilité d'édicter des actes délégués sur le sujet. Mais il manque encore d'ambition et doit être complété pour offrir une palette plus large de moyens d'actions. L'AMF considère également que l'élaboration de ces règles devrait être confiée à la nouvelle autorité européenne, l'ESMA, et non à la Commission européenne, compte tenu de la précision et de la technicité de ces règles ainsi que des exigences de réactivité et d'adaptabilité aux évolutions continues des marchés financiers.

Dans le même esprit, et conformément à l'esprit des mesures proposées par la Commission européenne, il faudra mettre en place des coupe-circuits harmonisés entre plateformes au niveau européen en cas d'emballlement des marchés. Il s'agit d'une leçon claire du *flash crash* américain.

3.2 - Enfin, les techniques de trading à haute fréquence peuvent également être utilisées à des fins manipulatoires, ce qui m'offre une transition toute trouvée avec mon dernier point, à savoir la sauvegarde de l'intégrité du marché. Afin d'éviter de telles dérives, la Commission européenne propose des mesures très intéressantes. Il s'agit en particulier :

- De réguler les participants de marchés négociant de manière automatisée et à haute fréquence, en leur imposant des obligations en matière d'organisation interne, de contrôle des risques, et de reporting au régulateur ;
- D'assurer une traçabilité des versions des algorithmes utilisés, ainsi qu'un marquage et une conservation des ordres permettant d'identifier l'algorithme qui en est à l'origine.

En complément, la refonte des textes abus de marché viendra également renforcer l'arsenal juridique du régulateur en lui permettant de sanctionner les tentatives de manipulation de cours, et non les seules manipulations ayant été couronnées de succès.

Ces dispositions devraient permettre aux régulateurs de faire leur travail de surveillance des manipulations plus aisément, sans toutefois faire disparaître la difficulté pratique que constitue la capacité du régulateur à dégager des ressources suffisantes pour analyser des flux d'ordres toujours croissants.

Enfin, dernier point mais non le moindre, la Commission européenne prévoit également d'obliger les plateformes à stocker les données relatives aux ordres, et permet à l'autorité compétente d'accéder à ces données. J'espère qu'il sera possible aux régulateurs, pour des raisons évidentes d'efficacité, de demander à ces plateformes de fournir au fil de l'eau l'ensemble de leurs carnets d'ordre au régulateur sur les titres dont il assure la surveillance.

* * *

Pour conclure, j'aimerais revenir sur un sujet qui est assez peu souvent abordé, mais qui revêt à mes yeux une importance extraordinaire à long terme, et dépasse largement le cadre de la refonte de la Directive MIF. Ce sujet s'avère même plus prégnant dans le cadre d'autres chantiers réglementaires comme EMIR. Il s'agit du régime dit « des pays tiers », qui régit les conditions dans lesquelles les entités financières des pays tiers peuvent être autorisées à fournir leurs services sur le sol européen.

L'enjeu est simple, c'est celui d'une gestion efficace de l'internationalisation de la finance. La crise financière a créé deux mouvements concomitants et étrangement contradictoires :

- D'un côté, la concertation et les débats entre les différents blocs de régulation n'ont jamais été aussi profonds, ni les principes de régulation aussi bien partagés ;
- Mais de l'autre côté, chaque bloc de régulation suit une trajectoire autonome dans la déclinaison locale de ces principes.

Si nous n'y prenons garde, l'édiction de normes non coordonnées ou contradictoires pourrait remettre en cause le fonctionnement des grands acteurs financiers sur la scène internationale. **Or, nous avons besoin d'un fonctionnement des marchés de capitaux coordonné à l'échelle mondiale.** Cette situation est d'autant plus dommageable qu'une tendance au repli sur les marchés nationaux a été en partie constatée, les banques se recentrant sur le financement de l'économie locale. Le résultat a été une régression, en l'espace de quelques mois, de l'internationalisation de notre système financier, et encourager ce mouvement par la mise en place de dispositifs réglementaires non

harmonisés serait dangereux. Nous avons tout à perdre d'un cloisonnement des systèmes financiers nationaux, qui aurait des conséquences dommageables sur la bonne allocation du capital.

Pour éviter un effet négatif lié à l'empilement de normes locales, deux conditions doivent être réunies :

- Premièrement, les dispositifs de portée extraterritoriale doivent être bannis
- Deuxièmement, il nous faut poursuivre une politique active de reconnaissance mutuelle des dispositifs de régulation, seule méthode efficace de coopération internationale entre régulateurs.

Sur ce dernier point, la proposition de la Commission européenne visant à accorder aux entités des pays tiers un accès aux marchés européens sur le fondement d'une équivalence des dispositifs de régulation, et d'un accès réciproque des entités européennes aux marchés étrangers, est tout à fait bienvenue et recueille notre appui total. Cette approche doit constituer le fondement de la relation entre Europe et pays tiers, qu'il s'agisse des activités financières régulées par la Directive MIF, par le règlement EMIR, ou par tout autre projet de réforme du dispositif de régulation financière. Je tiens à souligner que l'abandon du critère de réciprocité serait une concession naïve, susceptible de porter un préjudice grave aux intérêts de notre industrie financière et au financement de l'économie européenne. Trop longtemps, les institutions européennes se sont cantonnées à la seule construction du cadre réglementaire du marché commun. Il est plus que temps qu'elles mènent, en coordination avec la nouvelle autorité européenne ESMA, une politique active et cohérente de promotion du modèle de régulation européen et de défense des intérêts de l'industrie financière européenne, de ses investisseurs et de ses émetteurs.

Je vous remercie de votre attention.