

UNE NOUVELLE ORGANISATION DES MARCHÉS : LES ENJEUX DE LA DIRECTIVE MIF

MICHEL PRADA *

La Directive sur les services d'investissements (DSI), adoptée en 1993, a représenté une étape majeure dans la constitution du marché unique des services financiers. Fondée sur le principe de la reconnaissance mutuelle, la directive a mis en place le passeport européen qui allait permettre aux entreprises d'investissement de fournir leurs services dans l'ensemble des pays de l'Union sur la base de l'agrément reçu dans leur État membre d'origine. Elle a également établi la notion de marché réglementé, élément central de l'organisation des marchés retenue par la directive et, plus largement, par la réglementation européenne en matière de valeurs mobilières.

Six ans après l'adoption de cette directive, sa révision figurait parmi les mesures préconisées par la Commission européenne dans son plan d'action sur les services financiers destiné à parfaire le marché unique européen. L'objectif était de parvenir à un véritable marché intégré pour le bénéfice des émetteurs, des investisseurs et, au final, de l'économie européenne, en posant les fondements nécessaires à la création d'une infrastructure de négociation intégrée et concurrentielle. Dans le même temps, l'émergence d'un environnement financier plus hétérogène et complexe rendait à la fois plus nécessaire et plus délicate l'élaboration d'un nouveau cadre de régulation préservant l'intérêt des investisseurs et l'efficience globale du marché.

Face à ces enjeux, les dispositions de la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) ont été longuement discutées. Les plus

* Président de l'Autorité des marchés financiers.

déliçates et controversées d'entre elles renvoient à des mesures de comitologie¹ dans le cadre du processus Lamfalussy. Elles ont fait l'objet, entre septembre 2004 et avril 2005, de réflexions approfondies et de propositions équilibrées par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR). L'étape prochaine, en cours à la date de rédaction de cet article, porte sur l'adoption finale de ces mesures de niveau 2 par le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) sur proposition de la Commission. Au regard tant de l'importance des questions traitées dans ces mesures de niveau 2 que de la volonté affichée par certains États membres de rouvrir très largement un certain nombre de questions qui avaient pu faire l'objet d'un compromis au sein du CESR, il est aujourd'hui encore difficile de mesurer avec précision l'équilibre global qui résultera de ces discussions et leur impact réel sur l'organisation des marchés. Il est néanmoins possible d'anticiper un certain nombre d'évolutions potentielles qui sont autant de nouveaux enjeux pour la régulation des marchés financiers.

UNE NOUVELLE ORGANISATION DES MARCHÉS

2

Alors que le cadre réglementaire régissant l'organisation des marchés était fondé, dans un certain nombre d'États membres, et notamment en France, sur le rôle fondamental reconnu aux marchés réglementés comme lieu d'exécution des transactions à même de servir au mieux les intérêts des investisseurs par un haut niveau de transparence, une organisation des transactions équitable, ordonnée et efficace, la Directive MIF pose d'emblée comme objectif une plus grande concurrence entre les divers lieux et modes d'exécution des ordres. Cette nouvelle organisation des marchés se veut porteuse, grâce à la compétition entre ces différentes plates-formes de négociations, d'une efficacité accrue et de réduction des coûts. La directive organise ainsi la concurrence entre marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociations et internalisateurs systématiques.

Elle reconnaît tout d'abord, face aux marchés réglementés, l'émergence de modes alternatifs de négociation des titres, les systèmes multilatéraux de négociation, ou MTF selon l'acronyme anglais. S'appuyant sur une approche fonctionnelle, la directive veille à ce que les définitions de marché réglementé et de MTF, s'agissant de l'organisation des transactions, soient étroitement alignées l'une sur l'autre pour qu'il apparaisse qu'elles recouvrent les mêmes tâches, à savoir la confrontation multilatérale des intérêts acheteurs et vendeurs, portés par des tiers. De la même façon, les exigences en matière d'organisation des négociations et des règles de transparence, applicables aux MTF, sur

lesquelles le CESR avait élaboré une série de standards en 1999 avant leur reconnaissance officielle par une directive, sont renforcées pour les aligner sur celles applicables aux marchés réglementés.

La gestion d'un MTF est, désormais, considérée comme un service d'investissement à part entière, pouvant être fourni par une entreprise d'investissement dûment agréée ou par un opérateur de marché réglementé. La souplesse offerte par les MTF, soit pour la négociation de titres non admis à la négociation sur un marché réglementé, en dehors des exigences de la Directive transparence, soit afin d'offrir une plateforme alternative pour la négociation, le plus souvent selon un modèle de marché différent, de titres admis à la négociation sur un marché réglementé, a, d'ores et déjà, été bien perçue, tant par les intermédiaires que par les entreprises de marché elles-mêmes. Ainsi, ces trois dernières années ont vu naître les initiatives de la Bourse londonienne offrant des services de négociation sur les titres d'émetteurs néerlandais, de la Bourse de Vienne et des Bourses régionales allemandes offrant la possibilité de négocier des titres de plusieurs grands émetteurs d'Europe Centrale.

Les marchés réglementés conservent comme caractéristique spécifique l'admission à la négociation des instruments financiers, cette admission à la négociation d'un instrument financier sur un marché réglementé étant l'élément déclenchant de l'application d'exigences ou d'obligations de différents ordres relevant, notamment, des Directives prospectus, transparence ou de la Directive abus de marché. Il est à noter que la référence à des titres admis à la négociation sur un marché réglementé se retrouve dans un certain nombre de textes prudentiels ou régissant des critères d'investissement pour des fonds de gestion collective, dans la mesure où l'admission à la négociation sur un marché réglementé est largement perçue aujourd'hui, y compris par les investisseurs particuliers, comme un label de qualité.

Outre les marchés réglementés et les MTF, la directive MIF introduit, et c'est là une innovation majeure, une autre modalité ou système d'exécution des transactions (*execution venue*), l'internalisation systématique. Les internalisateurs systématiques sont des entreprises d'investissement, qui, de « façon organisée, fréquente et systématique, négocient en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF en se portant directement contrepartie des ordres qu'elles reçoivent de leurs clients ». Face à la source d'opacité potentielle que constituent les internalisateurs systématiques, au-delà des risques de conflits d'intérêts inhérents à cette activité, la directive a prévu, dans son texte même, des règles très précises de transparence pré-négociation (obligation d'affichage de prix acheteurs et/ou vendeurs par les internalisateurs systématiques sur les valeurs ayant un marché liquide).

QUELS ENJEUX ?

La multiplication des lieux possibles d'exécution des transactions dont les bénéfices potentiels ont été évoqués plus haut, est néanmoins porteuse de risques en termes d'efficience du marché :

- la mise en concurrence de lieux d'exécution conduit à une fragmentation du marché et, notamment, de la liquidité, d'où un risque de détérioration de l'efficience du mécanisme de formation et de découverte du prix dont le processus optimal résulte de la confrontation simultanée du plus large nombre d'intérêts acheteurs et vendeurs exprimés à un moment donné ;

- elle risque de rendre plus difficile, pour les investisseurs, l'accès à l'information nécessaire à la formation de leur décision d'investissement ;

- elle peut rendre également plus difficile, pour les investisseurs, l'appréciation de la qualité d'exécution de leurs ordres, compte tenu de la dispersion des lieux de négociation offrant chacun leurs propres conditions, et de l'amoindrissement du rôle de référence incontestable que remplissaient les prix des marchés réglementés ;

- elle soulève des risques de conflits d'intérêts au sein des entités qui exécuteront les ordres de leurs clients par voie d'internalisation, face à leur compte propre ;

- elle rend plus difficile la tâche des autorités de surveillance de marché.

Aussi, le compromis sur le texte de la directive MIF n'a-t-il été atteint que par l'adoption d'un certain nombre de dispositions visant à pallier les effets potentiellement dommageables de cette fragmentation des marchés pour en assurer l'efficience et préserver les intérêts des investisseurs.

Ces dispositions visent essentiellement les règles de transparence pré et post-négociation, les règles de traitement des ordres des clients, la règle de « meilleure exécution » et une étroite coopération entre régulateurs pour la surveillance des marchés et des intermédiaires.

Sans en reprendre ici le détail, il convient de souligner que la directive, sur tous ces points, a très largement fait renvoi à des mesures d'exécution de niveau 2 dans le cadre du processus dit Lamfalussy. Aux termes de ce dernier, la Commission européenne a l'initiative de l'élaboration de propositions de directives soumises à adoption par le Conseil et par le Parlement. Ces directives ont vocation à traiter les questions et orientations essentielles en renvoyant à des mesures d'exécution, plus détaillées et plus techniques, élaborées à travers une procédure dite de comitologie. En application de cette dernière, la Commission demande au CESR de lui apporter un avis qui prend la forme de propositions de textes, lesquelles serviront de support aux textes juridiques rédigés par la

Commission et adoptés par le Comité européen des valeurs mobilières (d'où le nom de comitologie) où siègent les États membres. L'ensemble des directives les plus récentes (prospectus, transparence, abus de marché et MIF) ont été élaborées selon cette procédure.

Les textes en cours d'examen par le CEVM seront cruciaux pour l'équilibre général de l'organisation à venir des marchés. Les travaux du CESR ont abouti, sur l'ensemble des questions de transparence, de meilleure exécution, de coopération dans la surveillance des marchés, à des propositions qui constituent un compromis raisonnable auquel chacun des membres de CESR a pu se rallier. L'expertise des régulateurs et leur proximité avec les questions traitées et, notamment, la mise en œuvre d'un processus d'intense consultation des acteurs du marché, y ont probablement contribué. Au cours de ces négociations, l'AMF a été particulièrement vigilante à ce que l'esprit du dispositif organisé par la directive MIF - concurrence accrue, certes, mais aussi transparence et protection des intérêts des investisseurs - soit pleinement reflété, en attachant, en outre, un intérêt particulier, même si sur ce dernier point les résultats se sont avérés quelque peu décevants, à ce que, s'agissant de l'admission à la négociation sur un marché réglementé, celle-ci reste et demeure un label de qualité pour les instruments concernés.

L'AMF souhaite que les positions de compromis qui ont pu rassembler les membres du CESR soient largement reflétées dans les mesures d'exécution qui seront finalement adoptées par le CEVM sur la base des propositions de la Commission, et ce, à un double titre.

S'agissant tout d'abord du contenu même de ces dispositions, les transparences pré et post-négociation ont été, de longue date, présentées par la Commission comme étant au cœur même du nouveau dispositif d'organisation des marchés promu par la Directive MIF. Elles sont déterminantes pour l'égalité de concurrence entre les différentes plateformes de négociation, pour l'efficacité du processus de formation des prix sur le marché d'une valeur et pour rendre opérantes les règles de meilleure exécution.

En second lieu, la pérennité et la dynamique du processus Lamfalussy supposent que la décision finale soit en ligne avec le considérable travail technique, de consultation et de construction de compromis auquel la Commission et tous les intéressés ont activement participé pendant de longs mois. Par-delà l'harmonisation législative, la construction du Marché unique des services financiers requiert, au demeurant, la capacité opérationnelle des régulateurs à assurer de manière effective et harmonieuse l'application des règles et la surveillance de l'efficacité et de l'intégrité du marché.

Une fois l'ensemble du dispositif réglementaire adopté et entré en vigueur à l'automne 2006, il est, assurément, aujourd'hui bien difficile

d'anticiper l'ampleur de ses conséquences sur le paysage boursier et, plus largement, la cartographie de l'exécution des transactions en Europe à horizon 5 ans. Faut-il s'attendre à une multiplication de ces lieux de négociation (MTF, internalisateurs systématiques) apportant une concurrence sérieuse aux marchés réglementés les plus établis, à l'image de l'expérience américaine au cours de la décennie 1990 (et alors qu'on observe aujourd'hui un retour vers la concentration du marché) ou l'efficacité atteinte aujourd'hui par les marchés européens rend-elle cette concurrence frontale avec d'autres modes de négociation moins probable, les évolutions devant plutôt s'articuler autour de la consolidation de ces mêmes marchés réglementés ?

En tout état de cause, un enjeu majeur pour les années à venir demeurera, et deviendra plus encore, celui de la surveillance du respect des règles et celui de la capacité des structures de régulation nationales à s'adapter à un environnement qui sera, dans une mesure variable, plus fragmenté, mais incontestablement davantage internationalisé. Les dispositions de la directive MIF relatives à la surveillance des marchés ont été renforcées pour donner accès aux régulateurs aux données nécessaires pour conduire une surveillance intégrée dans l'environnement de marché plus complexe qui résultera de cette directive. Dans le même esprit, la clarification des attributions des responsabilités des autorités compétentes, la convergence des pouvoirs dont dispose chacune d'entre elles et le renforcement des dispositions relatives à l'échange d'information et aux obligations d'assistance mutuelle et de coopération sont autant d'éléments qui devaient aider les régulateurs à remplir leurs missions dans un cadre renouvelé.

Il reste à relever le défi de la mise en œuvre concrète et efficace au quotidien de l'ensemble du dispositif, à travers, notamment, une consolidation des données, tant en matière de transparence pre- et post-négociations que du *reporting* de ces transactions aux régulateurs. À terme, il conviendra probablement d'inventer, pour l'Union européenne, un modèle de surveillance qui aille au-delà de la coopération. Ces problématiques sont ouvertes dans les réflexions menées par le CESR.

Si la directive MIF constitue une étape majeure dans la restructuration de l'exécution des transactions dont les marchés réglementés ne sont plus que l'une des nombreuses modalités, la mise en œuvre d'un marché financier unique en Europe ne peut plus aujourd'hui faire l'économie d'une réflexion approfondie sur la partie post-marché, c'est-à-dire sur la compensation et le règlement/livraison où des gains d'efficacité sont attendus par l'ensemble des participants de marché.

La structuration de l'industrie du post-marché, le caractère de *utility* que peuvent revêtir certaines des entités opérant dans ce secteur et leur gouvernance sont parmi les nombreuses questions qui devront être débattues dans les prochains mois dans la perspective d'une consolidation de ces activités au niveau européen.

NOTE

1. La comitologie est un processus par lequel le législateur européen délègue à la Commission le soin d'élaborer des mesures techniques de mise en œuvre en collaboration avec des comités d'experts, et sous son contrôle. Dans le cadre du processus Lamfalussy, la Commission s'appuie sur des avis donnés par les régulateurs nationaux afin de permettre une adaptation rapide du droit financier européen à l'évolution des marchés.

