

Audition publique de la Commission des affaires économiques et monétaires du
Parlement européen

« MiFID Review: objectives for MiFID/MiFIR2”

5 décembre 2011

**Discours de Monsieur Jean-Pierre Jouyet,
Président de l’Autorité des marchés financiers**

SEUL LE PRONONCE FAIT FOI

Madame la Présidente du Comité économique et monétaire
Mesdames et Messieurs les Députés,
Mesdames et Messieurs,

Je suis très heureux de répondre à votre invitation et de participer à vos travaux de ce jour. La protection des investisseurs est au cœur de la mission des régulateurs financiers. Naturellement, elle doit donc être au cœur des travaux de révision de la Directive sur les Marchés d’Instruments Financiers.

Pour l’Autorité des marchés financiers, le souci de protection de l’investisseur s’exprime dans deux domaines principaux : la commercialisation des produits financiers, et l’organisation des marchés

1 - la commercialisation des produits financiers, tout d’abord. J’identifie en la matière trois sujets clefs :

- **Le premier, l’interdiction de produits, pratiques ou services dangereux** : Il est prévu de doter l’ESMA et les autorités nationales du pouvoir de restreindre la prestation de services financiers ou d’interdire des produits : il s’agit d’une avancée essentielle du projet de la Commission que l’AMF appuie sans réserve. L’innovation financière ne doit pas s’exprimer au détriment de la protection des investisseurs.
- **Deuxième sujet clef, la commercialisation des produits complexes.** Le projet de texte admet que certains OPCVM coordonnés peuvent être complexes, et que leur vente à des petits épargnants nécessite par conséquent un accompagnement et un conseil adaptés. Cependant, le champ prévu me semble trop étroit, puisque la rédaction actuelle permet par exemple de commercialiser des OPCVM coordonnés mettant en œuvre des stratégies de gestion alternatives sans précaution particulière.
- **Enfin, troisième sujet** : le degré de protection et d’information dont bénéficie un investisseur particulier lors de la commercialisation d’un produit financier doit être identique, quelle que soit la nature juridique du produit. L’AMF a toujours milité en faveur d’une initiative législative intégrée et transversale traitant l’ensemble des produits d’épargne. La Commission a cependant préféré une approche dissociée et traite uniquement dans ce projet de texte de la commercialisation des dépôts structurés. Il serait extrêmement dommage que la commercialisation de produits d’assurance-vie continue d’être réalisée dans un cadre réglementaire différent de celui applicable pour les autres produits financiers.

J’en viens en second lieu à l’organisation des marchés, qui me paraît être le sujet central. L’ambition des travaux de révision de la MIF doit être de réhabiliter le rôle des plateformes de négociation comme lieux de rencontre transparents entre investisseurs acheteurs et vendeurs où les investisseurs particuliers peuvent venir en confiance, et de remettre les marchés au service du

financement de l'économie. Pour cela, il nous faut assurer intégrité, stabilité et transparence des marchés. Or, si ces trois principes sont bien réaffirmés par le projet de texte présenté, le diable est cependant dans les détails, et les réponses techniques apportées ne sont pas toujours à la hauteur des enjeux.

L'intégrité d'abord. Pour assurer l'intégrité des marchés, il faut donner au régulateur les moyens d'accéder aux carnets d'ordres de l'ensemble des plateformes où s'échangent les titres qu'il surveille. Aujourd'hui, les manipulations de cours réalisées simultanément sur plusieurs plateformes ne sont pas détectables et donc pas sanctionnées. Il faut également aligner vers le haut les exigences qui pèsent sur les plateformes : aujourd'hui, les plateformes alternatives, dites MTF, n'ont aucune obligation de surveillance des transactions qui s'y déroulent, au contraire des marchés réglementés.

Pour ce qui est de la stabilité des marchés, il nous faut tirer les leçons du flash crash de Wall Street dans deux domaines :

- Il faut mettre en place un dispositif de coupe-circuits paneuropéen homogène pour éviter d'éventuels dérapages des marchés.
- Il faut également compléter le dispositif prévu par la Commission pour mieux encadrer le trading à haute fréquence en donnant à l'ESMA des pouvoirs d'intervention larges (sur les tarifs pratiqués par les plateformes ou les pas de cotation par exemple). Limiter la prolifération de ces techniques de négociation aux bénéfices douteux rendra nos marchés plus lisibles et plus stables pour les investisseurs, sans porter atteinte à la véritable liquidité.

Enfin, le dernier chantier clef est celui de la transparence. Les transactions quittent peu à peu les marchés transparents et basculent dans des modes de négociation alternatifs, plus opaques, plus discrétionnaires, de gré à gré, sur des marchés où le niveau de protection des investisseurs est moindre ou qui sont fermés aux investisseurs particuliers. Le texte propose la création de nouvelles plateformes dites OTF, avec un niveau d'encadrement réglementaire intermédiaire mais un statut de plateforme à part entière. Si la création de telles plateformes pourrait faire progresser la transparence sur les transactions dérivées, aujourd'hui totalement réalisées de gré à gré, elle risque en l'état d'avoir une incidence négative sur le fonctionnement des marchés d'actions, historiquement les plus transparents. Pour améliorer la situation, quatre mesures sont nécessaires :

- Première mesure : il faut promouvoir explicitement la négociation sur les plateformes les plus transparentes et les plus réglementées de tous les instruments suffisamment liquides. Le projet de texte instaure une telle obligation pour les dérivés, mais pas pour les autres classes d'actifs.
- Deuxième mesure : il faut faire la lumière sur les transactions de gré à gré, que nous connaissons mal aujourd'hui, en imposant un marquage de ces transactions de façon à ce que les régulateurs puissent déterminer celles qui n'ont pas de raison de rester opaques.
- Troisième mesure : il faut limiter strictement les fameuses « exemptions » aux principes de transparence pré-négociation, qui ont permis l'émergence des dark pools.
- Quatrième mesure : il faut créer un registre centralisé, unique, de diffusion au public de l'information sur les transactions réalisées.

Je vous remercie de votre attention et serai heureux de répondre à vos questions.