

REPONSE DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS A LA CONSULTATION DE LA COMMISSION EUROPEENNE SUR LA TRANSPARENCE PRE ET POST NEGOCIATION HORS ACTIONS

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) accueille favorablement cette consultation de la Commission Européenne qui marque la première étape du rapport attendu que la Commission Européenne doit, en application de l'article 65 de la directive sur les Marchés d'Instruments financiers ("Directive MIF") publier au plus tard le 31 octobre 2007 sur l'extension du champ d'application des dispositions de la Directive MIF en matière de transparence pré et post-négociation aux instruments financiers autres que les actions.

L'AMF souhaite d'emblée souligner combien la question même de la transparence des marchés lui paraît indissociable non seulement de leur efficacité, particulièrement dans un univers fragmenté, mais également de la mise en œuvre pertinente des règles de meilleure exécution qui s'appliquent, aux termes de la Directive MIF, à l'ensemble des instruments financiers. A cet égard, l'AMF a toujours considéré que, dans la perspective de la création d'un marché unique d'instruments financiers, l'élaboration de règles de transparence pour les seules actions admises à la négociation sur un marché réglementé telle qu'elle résulte de la Directive MIF, était une étape nécessaire, mais qui devait être ultérieurement complétée.

L'AMF prend acte que le considérant 46 de la Directive laisse à chaque Etat membre la possibilité d'appliquer des règles de transparence avant et après négociation à des instruments financiers autres mais plaide en faveur d'une approche harmonisée au niveau européen, seule à même d'éviter, pour un même instrument financier, des distorsions de concurrence en fonction de la localisation de l'intervenant ou en fonction du lieu d'exécution (marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation, gré à gré). Pour autant, l'AMF reconnaît que les exigences de transparence pré et post négociation doivent prendre en compte les caractéristiques des instruments financiers et leurs modalités particulières de négociation.

Dans la perspective de la préparation du Rapport de la Commission, l'AMF estime en conséquence utile d'apporter les éléments suivants au débat.

1. Objectifs de régulation

L'AMF partage l'analyse de la Commission (pages 4 et 5) sur les objectifs de régulation auxquels la transparence des transactions contribue, et particulièrement la réduction de l'asymétrie d'information entre les différentes catégories d'intervenants, la mise à disposition des intermédiaires d'éléments leur

permettant d'assurer au mieux leurs obligations de meilleure exécution telles qu'elles résultent de la directive MIF, l'accès des investisseurs à des informations susceptibles de leur permettre d'apprécier les conditions de cette « meilleure exécution » et une efficacité accrue du fonctionnement des marchés. La connaissance des prix auxquels des transactions ont été réalisées grâce à la transparence post-négociation est également un instrument utile pour la valorisation des actifs pour les investisseurs notamment dès lors que les règles comptables exigent que ces instruments financiers soient valorisés à leur valeur de marché.

L'AMF considère également, comme la Commission, que les nouvelles modalités d'organisation des transactions, telles que les systèmes multilatéraux de négociation qui se développent à des degrés divers selon les types d'instruments financiers échangés, créent un environnement au sein duquel un certain degré de transparence trouve plus naturellement sa place.

En termes de priorités, et si le souci de protection des investisseurs, sous ses différents composants identifiés en page 3 du document (asymétrie d'information, meilleure exécution et valorisation des portefeuilles), mérite en effet d'être mis en avant, l'AMF observe toutefois qu'il peut être, ou paraître, difficile d'opérer une distinction nette entre cet objectif et celui d'une efficacité accrue du fonctionnement des marchés, efficacité dont bénéficient, in fine, collectivement tous les investisseurs. Il ne conviendrait donc pas que la priorité donnée par la Commission au souci de protection des investisseurs puisse être interprétée a contrario comme une satisfecit plein et entier donné au regard du niveau d'efficacité actuelle des marchés d'instruments financiers concernés.

2. Champ du rapport

- Aux termes de l'article 65 de la Directive MIF, le rapport de la Commission doit viser les instruments financiers autres que les actions.

La classification proposée par la Commission n'indique toutefois pas si la Commission entend viser tous les instruments financiers cités (obligations, instruments financiers à terme ferme et optionnels sur produits de taux, warrants, instruments financiers à terme sur marchandise) ou, si dans une logique similaire à celle avancée pour les actions, la Commission n'entend s'intéresser qu'aux instruments financiers préalablement admis à la négociation sur un marché réglementé, quelles que soient leurs modalités de négociation.

L'AMF considère que tous les instruments financiers devraient entrer dans le champ d'analyse du rapport de la Commission, étant entendu que la Commission pourrait légitimement parvenir à des conclusions différentes selon les caractéristiques et le degré d'organisation des transactions sur ces différents instruments financiers.

S'agissant, plus particulièrement, de la classification proposée en pages 2 et 5 du document, une distinction complémentaire pourrait être introduite entre les obligations convertibles en titres de capital et les autres catégories d'obligations. Les obligations convertibles en titres de capital ont en effet, suivant les cas de figure, des caractéristiques qui peuvent les rapprocher davantage des actions que des titres de créance et la Commission pourrait utilement intégrer cette dimension dans la réflexion qu'elle engage sur la transparence pré et post négociation.

Pour la clarté des débats, il n'apparaît par ailleurs pas souhaitable d'inclure sous l'appellation « dérivés de crédit » les instruments à terme fermes et optionnels (futures et options) sur produits de taux, ni les forward rate agreements (FRAs), ou les swaps de taux d'intérêt. L'appellation "dérivés de crédit" devrait être réservée aux seuls produits liés à un risque de défaut de l'émetteur et non à une évolution des taux d'intérêt exogène à l'émetteur, et couvrir, dans la liste proposée par la Commission, les "credit default swaps" ou les credit-linked notes.

Enfin, la liste des "Autres instruments financiers" gagnerait à être complétée par les instruments financiers à terme sur indice.

3. Priorités

A l'appui de sa liste de priorités, la Commission met en avant les instruments financiers sur lesquels il est anticipé que la participation des investisseurs particuliers augmente de façon significative au cours des prochaines années, à savoir les obligations du secteur public et les obligations du secteur privé à haut rendement. L'AMF souscrit à cette approche. A cet égard, il pourrait être utile que la Commission précise si elle anticipe une participation accrue en direct des investisseurs particuliers sur les obligations publiques et/ou du secteur privé, ou si cette participation devrait selon elle se faire à travers des instruments de gestion collective. Il convient de rappeler ici que, selon les statistiques bancaires disponibles, les 2/3 des montants levés par les émetteurs du secteur privé ("corporate") sur le marché obligataire de la zone euro sont placés auprès de fonds de gestion collective en majorité distribués aux investisseurs particuliers. Une approche qui consisterait à analyser la question du marché obligataire comme relevant d'une problématique relevant exclusivement d'intervenants institutionnels pour compte propre ou sur leur seul bilan ne serait donc pas fondée.

Au regard des objectifs de régulation affichés, l'AMF s'interroge, en revanche, sur l'intention annoncée par la Commission de ne prêter que peu d'attention aux fonds cotés au motif qu'il existe peu de fonds cotés autres que les ETFs (« Exchange traded funds »), soumis à de hauts niveaux de transparence pré et post négociation de par les règles des marchés réglementés sur lesquels ils sont admis à la négociation.

Les ETF admis à la négociation sur des marchés réglementés rencontrent un très large succès auprès des investisseurs particuliers. Sur Euronext, 50 % du nombre des transactions émanent de ce type d'investisseurs en direct. Certes, ces fonds sont aujourd'hui négociés sur certains marchés avec de

hauts niveaux de transparence mais on observera que ces règles ne sont pas harmonisées. Par ailleurs, le très large accès ouvert par la directive MIF à l'admission à la négociation de fonds ouverts, bien au-delà des ETFs qui sont pour l'essentiel aujourd'hui des fonds indiciaires ou basés sur des indices, pourrait conduire certains marchés réglementés à avoir une approche différente en matière de transparence pour ces nouveaux fonds. Enfin, il n'est pas à exclure que se développent des systèmes multilatéraux de négociation sur lesquels seraient négociés des fonds déjà admis, ou non, à la négociation sur marché réglementé, avec un risque possible de distorsion de concurrence avec les marchés réglementés, faute de règles de transparence harmonisées.

La même remarque vaut pour d'autres instruments financiers tels que les warrants, sur lesquels les investisseurs particuliers interviennent très largement.

L'AMF suggère donc à la Commission de revoir sur ce point sa liste de priorités :

4. Pistes de réflexion

Si une initiative à l'échelon européen est souhaitable pour éviter les distorsions de concurrence entre des marchés et des intervenants de marché à même d'opérer ou d'intervenir dans plusieurs Etats-membres, l'AMF estime que le choix de la Commission en faveur d'une "harmonisation maximale" pour la plupart des dispositions de la Directive MIF de nature à favoriser l'émergence d'un marché véritablement unifié, ne pourra être soutenu qu'à condition que cette harmonisation s'accompagne de standards de qualité qui correspondent aux besoins réels du marché.

De façon générale et au-delà des remarques plus ponctuelles qui ont pu être faites ci-dessus, l'AMF considère que les exigences de transparence pré et post négociation qui pourraient relever de dispositions harmonisées au niveau européen doivent tenir compte de l'admission ou non de ces instruments financiers sur des marchés réglementés, du degré de maturité dans l'organisation des transactions portant sur les instruments financiers concernés (systèmes multilatéraux de négociations/ transactions bilatérales, caractère plus ou moins standardisé de ces instruments), des types d'intervenants et de la qualité des investisseurs finaux détenteurs de ces instruments.

Au regard de ces différents critères, le champ premier de réflexion de la Commission – sans rappeler ici la question des actions non admises à la négociation sur un marché réglementé – paraît légitimement être celui des obligations. C'est bien d'ailleurs la question de la transparence pré et post négociation tant sur les obligations du secteur public que du secteur privé qui a suscité au cours de ces deux dernières années le plus de publications académiques.

S'agissant des obligations du secteur public, il s'agit là clairement d'un marché mature où les plateformes multilatérales de négociation ont connu un développement rapide (cf « the Bond Market Association 2005, European bond pricing sources and services »). L'information relative aux

transactions effectuées (transparence post-négociation) gagnerait assurément à y être plus largement accessible et de façon harmonisée en Europe, non seulement à l'attention des gérants de portefeuille qui y trouveraient d'utiles références pour la valorisation des actifs gérés mais également pour un certain nombre d'investisseurs particuliers ou dits "professionnels" qui n'ont pas pour autant nécessairement accès aisément à cette information. L'information ainsi rendue publique permettrait également à ces mêmes investisseurs de mieux apprécier la qualité d'exécution de leurs ordres dont ils auront pu bénéficier, de la même façon qu'elle donnerait aux intermédiaires d'utiles repères pour la définition de leur politique d'exécution des ordres et pour justifier, en tant que de besoin, de la mise en œuvre de leur obligation de meilleure exécution.

Ces obligations de transparence post-négociation harmonisées au niveau européen devraient bien entendu tenir compte du risque supporté par les intermédiaires qui exécutent des ordres face à leur compte propre ou se portent contreparties et fournissent ainsi une liquidité immédiate au marché. L'approche retenue pour les actions qui utilisent le concept « classes de liquidité » pourrait s'avérer ici pertinente. En revanche, les différés de publication devraient fort probablement s'analyser en minutes et en heures, et non en jours, le contenu informationnel de la donnée publiée ayant alors largement perdu tout intérêt.

Dans la mesure où les intermédiaires auront pris les dispositions techniques nécessaires pour assurer la publication de leurs transactions sur actions, le coût technique de la mesure serait marginal. L'information est, par ailleurs, déjà largement centralisée par les associations professionnelles jouant un rôle d'auto-régulation auprès de leurs membres (cf système TRAX).

S'agissant de la transparence pré-négociation, les arguments avancés à l'encontre d'une intervention législative au niveau européen ressemblent fort à ceux qui prévalaient il y a encore une dizaine d'années à l'encontre de toute obligation de transparence pré-négociation pour les teneurs de marché, sujet que la Commission a su faire évoluer. On observera toutefois qu'il existe déjà aujourd'hui, pour les obligations, un certain niveau de transparence pré-négociation organisée par les professionnels eux-mêmes. Cependant, cette transparence pré-négociation prend souvent la forme de fourchettes indicatives, dont l'intérêt apparaît quelque peu limité pour une bonne appréciation du marché, notamment lorsqu'elle n'est pas assortie d'une information sur les transactions effectivement réalisées. La transparence pré-négociation sous forme de demande de prix ("request for quote") a un contenu informationnel plus fort mais est moins largement accessible. Sur ces sujets difficiles, et au regard des modèles d'organisation des transactions mis en place par l'industrie comme du niveau de transparence pré-négociation y afférant, la Commission pourrait utilement inviter les associations professionnelles à poursuivre dans la direction d'une plus large diffusion d'informations pré-négociation pertinentes, des initiatives des professionnels pouvant en la matière constituer une alternative raisonnable à une intervention législative au niveau européen.

L'analyse développée ci-dessus peut s'appliquer, mutatis mutandis, aux autres catégories d'instruments financiers en fonction des critères évoqués plus haut.

S'agissant, plus particulièrement, des obligations du secteur privé dont la liquidité, souvent plus faible que celles des emprunts d'Etat, est mise en avant pour justifier un moindre niveau de transparence, on observera que les dérivés de crédit fournissent un marché très actif de couverture des risques, et notamment pour "déboucler" rapidement une position constituée sur le sous-jacent. L'argument avancé d'un long différé de publication nécessaire à l'intermédiaire pour lui permettre de déboucler une position sur une obligation peu ou moyennement liquide perd dès lors une partie de sa substance. La prise en compte de l'importance croissante des dérivés de crédit et du rôle moteur qu'ils peuvent jouer dans la détermination du prix de l'obligation sous-jacente conduit la Commission à s'interroger sur la pertinence d'une transparence sur les transactions obligataires décorelée de celle sur dérivés de crédit. L'AMF considère ici que la première étape doit porter sur la transparence post-négociation sur obligations, les intervenants sur le marché des dérivés de crédit constituant un cercle plus étroit et plus spécialisé que celui des intervenants potentiels sur le marché du sous-jacent.

Il s'agit là d'une première étape, car l'AMF invite la Commission à prévoir dans son rapport, comme dans les mesures qu'elle sera conduite à proposer, une clause de révision du dispositif envisagé. Les conséquences, encore à mesurer, de la mise en œuvre de la directive MIF, de la rapidité d'évolution des modes de négociation comme de la technologie, de l'innovation ou des spécificités nouvelles apportées aux instruments financiers existants devront pouvoir être prises en compte le moment venu. Si un certain nombre d'études académiques sur la transparence et le fonctionnement du marché obligataire secondaire sont aujourd'hui disponibles, la Commission pourrait, par ailleurs, encourager des études similaires sur d'autres catégories d'instruments financiers.