

Avis du Comité économique et social européen sur la «Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (EMIR) sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux»

COM(2011) 652 final — 2011/0296 (COD)

(2012/C 143/14)

Rapporteur général: **M. IOZIA**

Le Conseil de l'Union européenne et le Parlement européen ont décidé respectivement le 25 novembre 2011 et le 15 novembre 2011, conformément à l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), de consulter le Comité économique et social européen sur la

"Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [EMIR sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux]"

COM(2011) 652 final - 2011/0296 (COD).

Le 25 octobre 2011, le Bureau du Comité économique et social européen a chargé la section spécialisée "Marché unique, production et consommation" de préparer les travaux en la matière.

Vu l'urgence des travaux, lors de sa 478^e session plénière des 22 et 23 février 2012 (séance du 22 février 2012, le Comité économique et social européen a décidé de désigner M. IOZIA rapporteur général et a adopté le présent avis par 99 voix pour et 5 abstentions.

1. Conclusions et recommandations

1.1 Le CESE accueille favorablement la proposition de règlement de la Commission et espère qu'elle sera rapidement approuvée, afin de protéger plus efficacement les épargnants et d'adopter les principes qui y sont contenus pour tous les instruments financiers ⁽¹⁾.

1.2 Le CESE estime que la proposition de règlement atteint les objectifs suivants:

- accroître la transparence des opérations et les données fournies aux autorités compétentes sur les transactions;
- rendre obligatoire la négociation des instruments dérivés sur des plateformes organisées;
- faciliter la suppression des obstacles à l'accès non discriminatoire aux systèmes de compensation;
- accroître la surveillance des instruments financiers et des positions sur les instruments dérivés;
- procéder à un contrôle des prestations de services financiers par les entreprises de pays tiers non dotés d'une succursale dans l'UE;
- contrôler et réduire l'impact des méthodes de négociation automatique et algorithmique.

1.3 Le règlement à l'examen est synonyme d'un accroissement de la transparence du marché et contient plusieurs mesures qui réduisent la fragmentation. Le fait de disposer d'ap-

plications uniformes de la réglementation évite le risque, très élevé sur les marchés financiers, d'arbitrage normatif. Les utilisateurs finals en tireront donc un avantage sous la forme d'une réduction attendue des coûts des transactions (du moins en théorie).

1.4 La Commission devrait mettre en évidence dans ses propositions législatives les avantages qu'elles présentent pour les différents sujets concernés: utilisateurs individuels de services financiers, petites et moyennes entreprises, opérateurs, administrations publiques.

1.5 De façon générale, la Commission devrait soutenir avec détermination la création d'un programme d'éducation financière. Le CESE a récemment relancé cette thématique dans un de ses avis d'initiative ⁽²⁾.

1.6 Même si les coûts dérivant du nouveau règlement ne semblent pas très importants, le CESE fait part de sa perplexité quant à aux effets qu'il est susceptible de produire en termes de coûts macro-économiques pour le système financier et qui ne semblent pas pris en compte comme il se doit dans l'analyse d'impact. Sur ce point, c'est à plusieurs occasions et depuis déjà longtemps que le CESE demande que "soit réalisée une étude approfondie de l'ensemble des initiatives réglementaires sous l'angle des mesures nécessaires pour le système financier et le marché des capitaux. Un système stable et efficace devrait favoriser la stabilité financière et les liquidités pour l'économie réelle" ⁽³⁾. Le CESE se félicite que la Commission ait décidé de lancer une étude de ce genre, indispensable pour tenter de comprendre l'impact total de toutes les mesures réglementaires, et il souhaite qu'elle soit publiée dans les meilleurs délais.

⁽¹⁾ JO C 54 du 19.2.2011, p. 44.

⁽²⁾ JO C 318 du 29 octobre 2011, p. 24.

⁽³⁾ JO C 107 du 6 avril 2011, p. 21.

1.7 Le CESE attire l'attention sur un problème de compatibilité entre l'article 40 du règlement relatif aux actes délégués et l'article 290 TFUE. Le nombre, les contenus et les termes des actes délégués ne sont pas cohérents avec les dispositions du traité et font sortir du processus législatif normal trop de thèmes fondamentaux dans l'architecture du règlement. Le CESE recommande que soit menée une réflexion pointue afin de faire en sorte que l'article 40 devienne tout à fait conforme aux dispositions du TFUE.

2. La proposition de règlement

2.1 Ces dernières années, les marchés financiers ont changé en profondeur. De nouvelles plateformes et de nouveaux produits ont fait leur apparition, et des innovations liées aux évolutions technologiques, telles que les transactions à haute fréquence, ont bouleversé le paysage.

2.2 Les propositions à l'examen visent à rendre les marchés financiers plus efficaces, plus résilients et plus transparents, et à renforcer la protection des investisseurs. Ce nouveau cadre réglementaire va également renforcer les pouvoirs de surveillance des autorités de régulation et établir des règles de fonctionnement claires pour toutes les activités de négociation.

2.3 Éléments clés de la proposition

2.3.1 Des structures de marché plus solides et plus efficaces: alors que la MIF couvrait déjà les systèmes multilatéraux de négociation et les marchés réglementés, cette version révisée va faire entrer un nouveau type de plateforme de négociation dans son champ d'application: les systèmes organisés de négociation. Il s'agit de plateformes organisées qui ne sont pas régulées, mais qui jouent un rôle croissant. Les contrats dérivés standardisés, par exemple, sont de plus en plus couramment négociés sur de telles plateformes. La nouvelle proposition entend combler cette lacune. La MIF modifiée continuera à permettre l'existence de différents modèles de négociation mais garantira que toutes les plateformes de négociation respectent les mêmes règles de transparence et limitera les conflits d'intérêts.

2.3.2 Prise en compte de l'innovation technologique: la MIF actualisée prévoit de nouveaux garde-fous en ce qui concerne les transactions algorithmiques et à haute fréquence, qui ont radicalement accru la vitesse de transmission des ordres et qui sont susceptibles de présenter des risques systémiques.

2.3.3 Il est notamment prévu que tous les opérateurs qui procèdent à des transactions algorithmiques fassent l'objet d'une régulation adéquate, qu'ils fournissent un niveau de liquidité approprié et qu'ils soient soumis à des règles qui les empêchent d'alimenter la volatilité en entrant et sortant des marchés. Enfin, les propositions renforceront les conditions de nonaccès à certains services essentiels de post-négociation tels que la compensation, pour éviter que ces services ne limitent de facto la concurrence entre plateformes.

2.4 Une transparence accrue: l'introduction de la catégorie des systèmes organisés de négociation permettra de renforcer la transparence des activités de négociation sur les marchés des capitaux, y compris en ce qui concerne les bassins de liquidités opaques ou "dark pools" (les volumes ou liquidités qui ne sont pas disponibles sur des plateformes publiques). Des exemptions

ne seront octroyées que dans des circonstances bien définies. La proposition introduit également un nouveau régime de transparence pour les marchés autres que d'actions (marchés d'obligations, marchés de produits financiers structurés et de dérivés). En outre, de nouvelles exigences concernant le regroupement en un seul lieu de toutes les données de marché donneront aux investisseurs une vue d'ensemble de toutes les activités de négociation dans l'UE, ce qui facilitera une prise de décision informée.

2.5 Des pouvoirs de surveillance renforcés et un cadre plus strict pour les marchés de dérivés sur matières premières. Les propositions vont renforcer le rôle et les pouvoirs des autorités de régulation. En coordination avec l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et dans des circonstances bien définies, les autorités de surveillance pourront interdire certains produits, services ou pratiques dès lors que ceux-ci sont susceptibles de porter atteinte à la protection des investisseurs, à la stabilité financière ou au bon fonctionnement des marchés.

2.6 Des investisseurs mieux protégés: développant l'ensemble des règles en vigueur, la nouvelle MIF définit des exigences plus strictes pour la gestion de portefeuille, le conseil en investissement et l'offre de produits financiers complexes, tels que les produits structurés. Afin de prévenir tout conflit d'intérêts, les conseillers indépendants et gestionnaires de portefeuilles n'auront pas le droit de recevoir de paiements ou d'autres avantages financiers de la part de tiers, ni de leur en fournir. Enfin, des règles sur la gouvernance d'entreprise et la responsabilité du personnel de direction sont introduites pour toutes les entreprises d'investissement.

3. Observations et réflexions

3.1 Selon les données fournies par la Banque des règlements internationaux, la valeur notionnelle des dérivés en circulation est passée de 601 046 milliards de dollars en décembre 2010 à 707 569 milliards de dollars en juin 2011 (Rapport trimestriel BRI, décembre 2011).

3.2 La nouvelle proposition entend améliorer le niveau d'efficacité, d'intégrité et de transparence des marchés, notamment de ceux qui sont moins réglementés et, donc, renforcer la protection des investisseurs.

3.3 Ces 20 dernières années, une explosion du volume des transactions mondiales a injecté d'énormes liquidités sur les marchés financiers. Cette croissance sans précédent, provoquée principalement par la spéculation à court terme, n'a pas été accompagnée ni soutenue par une croissance parallèle de l'économie réelle, du marché de l'emploi ou des salaires. Le CESE estime que la proposition de règlement est nécessaire et adaptée pour contribuer à modérer ces effets sur les marchés.

3.4 La fonction première des marchés financiers est de soutenir le développement économique en réduisant les asymétries d'information et en favorisant ainsi une allocation efficace des ressources. Comme cela a déjà été relevé, la crise a mis en évidence un mécanisme de fonctionnement erroné des marchés qui a vu les acteurs agir en répondant à des logiques différentes de celles de l'économie de l'information et en utilisant les marchés financiers à des fins purement spéculatives, à très court et à court terme.

3.5 Nos marchés ont donc été inondés de liquidités à très court terme alors qu'il n'y a pas eu (et qu'il n'y a toujours pas) d'incitations destinées à encourager l'industrie réelle plutôt que celle de la finance. Ce comportement distend encore plus le binôme naturel entre l'industrie et les marchés financiers, qui élaborent des instruments toujours plus opaques, abstraits et complexes.

3.6 Si la spéculation fait partie des logiques du marché et est intrinsèque au marché même, en ce qu'elle garantit la liquidité et signale les anomalies, la spéculation à court terme est quant à elle économiquement et socialement inutile et contribue de manière décisive au développement de bulles financières. Il est urgent d'inverser la tendance actuelle, en reportant l'attention des investisseurs sur la croissance réelle.

3.7 Dans ce contexte, la proposition de règlement présente indiscutablement des mesures valables et des instruments destinés à remédier aux lacunes évidentes et aux déséquilibres de notre système.

3.8 Le nouveau cadre réglementaire des systèmes organisés d'échanges soumet toutes les activités de négociation à des règles de fonctionnement plus explicites. Les services de gestion de portefeuille, les activités de conseil en matière d'investissements en titres et l'offre de produits financiers sont régis par des normes rigoureuses. La nouvelle législation envisagée, en imposant de nouvelles obligations concernant la responsabilité des dirigeants et la révision de la gouvernance d'entreprise, imposera donc aux intermédiaires une importante réorganisation de leur structure sociale. Le CESE estime que les obligations imposées par la nouvelle réglementation, quoiqu'onéreuses, sont opportunes et cohérentes par rapport aux objectifs du règlement.

3.9 La proposition de règlement introduit les systèmes organisés de négociation (OFT - *Organized Trading Facilities*). Le CESE est favorable à cette innovation, dès lors qu'elle permet l'intégration des différents systèmes de négociation utilisés par différentes contreparties. Ce système aidera le marché dans son ensemble à fait ressortir l'opportunité d'utiliser des instruments différents mis en concurrence, mais qui devront en tout état de cause respecter le principe de la *best execution*.

3.10 La réglementation intervient également sur l'ampleur des pouvoirs réservés aux autorités compétentes, en leur attribuant des pouvoirs spéciaux s'agissant de la vente à la clientèle de produits et services susceptibles de porter gravement préjudice non seulement aux intérêts des investisseurs, mais aussi à la stabilité du marché.

3.11 En outre, le principe de la transparence ne s'applique pas aux seuls marchés, mais aussi au niveau des autorités. En effet, les autorités compétentes peuvent s'échanger des informations relatives aux négociations et éviter ainsi les abus de marché possibles que l'on peut craindre. Le CESE est très favorable à ces aspects de la proposition de règlement, dans la mesure où il s'agit d'interventions résolues visant à renforcer la protection des investisseurs.

3.12 Selon des opérateurs de marché faisant autorité, "la nouvelle réglementation revêt une importance fondamentale;

elle modifiera la structure des marchés financiers européens". Il existe par exemple un risque systémique intrinsèque dont il faut tenir compte et qui s'est manifesté lors de la récente crise financière. Le défaut d'une banque est susceptible de mettre en péril l'exécution des obligations liées aux transactions de gré à gré et par conséquent de se propager à ses contreparties, à d'autres entités. La nouvelle réglementation réduit le risque de contrepartie sur le marché de gré à gré. La proposition de règlement entraînera une réduction notable des transactions hors marché.

3.13 Une autre finalité du nouveau règlement, jugée très positive par le CESE, consiste à réaliser une concentration de données sur toutes les transactions de gré à gré, et pas uniquement celles qui passeront par une contrepartie centrale. Les informations seront mises à la disposition des autorités de surveillance qui pourront ainsi exercer une surveillance efficace du marché. À l'heure actuelle, cette activité ne peut être déployée en raison de l'absence de données. En ce qui concerne ces aspects, le règlement prévoit toutefois une structure ouverte, non définie a priori. Par exemple, il incombera aux opérateurs ou à l'ESMA de déterminer, par leurs décisions ultérieures, les catégories de dérivés qui seront dirigées vers une contrepartie centrale. Pour cette raison, on ne peut cependant pas quantifier concrètement à ce jour les transactions actuelles qui prendront cette voie.

3.14 Un autre aspect important concerne le fait que le futur règlement européen ne donne aucune indication sur l'architecture de marché des futures contreparties centrales. Ainsi, il se pourrait que les structures actuelles existant dans les différents pays se renforcent, par exemple la Cassa di Compensazione e Garanzia della Borsa Italiana (Caisse de compensation et de garantie de la bourse italienne), ou que l'on assiste à l'émergence d'un petit nombre de grands organismes à l'échelle du continent européen. Il ne s'agit là que d'hypothèses, le règlement ne le dit pas. Au-delà de l'architecture spécifique retenue, il est toutefois opportun de répéter à quel point le mode de traitement futur de l'activité de gestion des risques et l'efficacité des mécanismes de supervision sont primordiaux pour éviter d'autres défauts ultérieurs aux conséquences désastreuses.

3.15 En outre, le processus de normalisation des échanges, qui consiste à les soumettre à des contreparties centrales, devrait réduire les coûts. Le processus de concentration pourrait indiscutablement avoir cet effet, mais il n'y a aucune certitude à cet égard. Il ne fait aucun doute que si elle est bien mise en œuvre, la nouvelle réglementation aura pour conséquence de permettre une meilleure mesure des risques qui, dans un passé récent, ont souvent été sous-évalués par les intermédiaires de crédit à la recherche de plus gros volumes de transactions et de profits à court terme.

4. Quelques critiques

4.1 L'une des préoccupations concerne les coûts de mise en œuvre du règlement actuel, qui semblent sous-évalués et qui arrivent à un moment où les institutions financières sont déjà sous pression d'un point de vue normatif, de rentabilité et de coûts. Les institutions financières doivent être efficaces et soutenir l'économie, mais elles doivent également préserver un profil adéquat de rentabilité. Il est à craindre que ces coûts ne soient inéluctablement transférés vers les investisseurs et les clients. Le CESE estime que les utilisateurs et les entreprises, en particulier les PME, doivent être protégés à cet égard.

4.2 Selon la Commission, les coûts de mise en conformité uniques iront de 512 à 732 millions d'euros, tandis que les coûts récurrents liés à la directive oscilleront entre 312 et 586 millions d'euros. Ces coûts semblent sous-estimés; par exemple, les coûts de fonctionnement liés à la création des infrastructures technologiques devant permettre de respecter les exigences de déclaration sont discutables et risquent à eux seuls de dépasser le montant global. La Commission a enfin lancé une étude visant à évaluer l'impact global des coûts cumulés générés par les nouvelles initiatives réglementaires, étude appelée de ses vœux et demandée par le CESE depuis longtemps. Pour pleinement comprendre l'effet du règlement en termes de délais et de coûts, il juge opportun que cette étude soit menée à bien et rendue publique dans les meilleurs délais.

4.3 À partir du moment où les modifications législatives prises dans leur ensemble continuent à accroître les coûts et à augmenter la complexité dans les institutions financières, un certain nombre de questions importantes vont être formulées par celles-ci s'agissant des domaines d'activités qu'elles doivent abandonner ou qui doivent être transférés dans une autre juridiction.

4.4 Cependant que le principe de réduction du risque au moyen d'une plus grande transparence rencontrera un écho favorable auprès de nombreux interlocuteurs, nous avons besoin de mieux comprendre quel sera l'impact global de la réglementation sur la capacité de l'Europe à être compétitive sur le marché mondial des services financiers.

4.5 Sur le même sujet de la transparence accrue dérivant de la nouvelle réglementation, il importe de se demander qui sont les bénéficiaires directs et réels des nouvelles interventions. En effet, les banques d'investissement et les fonds spéculatifs tirent certainement parti des informations supplémentaires, mais peut-on dire de même des marchés commerciaux?

4.6 Le CESE se demande si la réglementation fortement prescriptive des *dark pools* n'est pas également susceptible de porter préjudice à la capacité des sociétés de gestion de l'épargne de mener des activités de négociation de manière optimale pour le compte de leurs propres clients (en dernière analyse les clients de détail).

4.7 Un des objectifs de la proposition de règlement consiste à unifier, harmoniser et intégrer les marchés financiers. Les investisseurs de détail ne connaissent souvent que mal les instruments financiers auxquels ils ont accès sur leur marché de référence. Dès lors, le CESE, s'il appuie le principe de consolidation des diverses plates-formes de négociations, n'en recommande pas moins à la Commission de promouvoir de façon relativement urgente des programmes d'éducation financière. Le Comité estime en effet que sans un niveau adéquat de préparation et de sensibilisation des investisseurs, le processus d'harmonisation recherchée risque de ne pas produire les effets espérés.

4.8 En outre, parmi les implications les plus importantes du nouveau règlement figure l'élargissement des catégories d'actifs auxquelles il s'adresse: outre les actions, l'intention est d'appliquer le règlement à tous les autres instruments financiers au même moment. Si elle est menée à bien, l'impulsion donnée par le règlement à l'examen pour évoluer vers des transactions compétitives, basées sur la compensation des dérivés cotés, aura des implications très importantes pour la structure du marché. Certains marchés du revenu fixe, déjà opérationnels sur plusieurs plates-formes électroniques, sont peut-être les candidats les plus probables pour un rapide progrès en ce sens.

4.9 La proposition de règlement introduit en son article 40 une longue et riche liste d'actes délégués susceptibles d'être adoptés par la Commission. La liste de ces actes est assez longue (pour n'en citer que quelques-uns, la spécification des cours acheteurs-vendeurs, les types et les dimensions des ordres, le contenu des informations que les marchés réglementés et les entreprises d'investissement doivent mettre à la disposition du public pour chaque catégorie d'instruments financiers, etc.). Le CESE attire l'attention sur un problème de compatibilité entre l'article 40 de la directive et l'article 290 TFUE, tel que modifié et complété par le traité de Lisbonne. Selon les dispositions du traité, en effet, "un acte législatif peut déléguer à la Commission le pouvoir d'adopter des actes non législatifs de portée générale qui complètent ou modifient certains éléments non essentiels de l'acte législatif". Après analyse des contenus de la proposition de règlement susceptibles d'être délégués, le CESE estime qu'il convient de les considérer comme essentiels et non marginaux. La liste des actes délégués et figurant à l'article 40 du règlement doit donc être considérée comme redondante, trop longue et non conforme au TFUE.

Bruxelles, le 22 février 2012.

Le président
du Comité économique et social européen
Staffan NILSSON