

LE MINISTRE

Paris, le 28 OCT. 2009

Monsieur le Président,

La crise financière n'a pas seulement été une crise bancaire. L'onde de choc qu'elle a provoquée a mis en lumière les dysfonctionnements de plusieurs marchés d'instruments financiers essentiels. Dans son action pour refonder la régulation financière internationale, le G20 a souligné la nécessité de renforcer l'intégrité des marchés. Afin de réduire les risques systémiques, il a également appelé à recourir, à condition qu'elles soient robustes, aux infrastructures comme les chambres de compensation pour certains dérivés. Parallèlement, la crise a accru la concentration des intermédiaires présents sur les marchés financiers internationaux.

Pour l'Union européenne, le choc a été double car la crise est intervenue à la suite de bouleversements réglementaires et industriels majeurs induits par l'entrée en vigueur, le 1<sup>er</sup> novembre 2007, de la directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers (dite directive MIF).

Cette directive a notamment supprimé la règle de centralisation des ordres qui autorisait les pays européens à exiger que la confrontation entre l'offre et la demande sur les actions des entreprises cotées soit réalisée en lieu unique afin de garantir son efficacité.

Cette mesure a conduit, au plan industriel, à une multiplication des plates-formes et systèmes d'échange d'instruments financiers et au développement des échanges de gré à gré. La directive MIF a donc mécaniquement provoqué un renforcement de la concurrence entre plates-formes qui a entraîné une forte baisse du coût des prestations offertes par les plates-formes technologiques ont notamment conduit à un fort développement du « trading algorithmique » qui vient aujourd'hui à représenter une proportion significative des volumes échangés en particulier sur certaines plates-formes.

Avec la multiplication des plates-formes et systèmes d'échange, la liquidité s'est trouvée morcelée pour se répartir entre un grand nombre de plates-formes et de systèmes. Dans ce paysage plus complexe qu'hier, seul un nombre limité d'intermédiaires semblent aujourd'hui capables d'avoir une vision et une action globales leur permettant de bénéficier des meilleures conditions d'exécution de leurs transactions. Les coûts des transactions ont ainsi pu s'accroître pour d'autres opérateurs du fait de la complexité des règles de meilleure exécution et de la fragmentation des marchés.

L'Europe a également assisté au développement de nouvelles modalités d'échange des instruments financiers comme les « dark-pools » sous forme de systèmes multilatéraux de négociation (MTF) ou de systèmes de « crossing networks » dont l'impact sur la transparence des marchés et l'efficacité du processus de formation des prix reste à évaluer.

Monsieur Pierre Fleuriot  
Président du Crédit Suisse France  
25, avenue Kléber  
75784 Paris Cedex 16

Enfin, l'harmonisation en Europe des conditions d'échange des instruments financiers, sans qu'un mouvement comparable soit intervenu sur les activités post-marché, a pu poser des difficultés opérationnelles qui sont parfois autant de facteurs de risques et de coût.

\* \* \*

La Commission européenne engagera dans le courant de l'année 2010 une révision de la directive MIF. A la suite des décisions du G20, elle aura également à prendre des initiatives dans le domaine des marchés de gré à gré. Je souhaite que ces initiatives soient l'occasion pour l'Europe de tirer les leçons de la crise dans le domaine des marchés financiers.

Concrètement, je veillerai à ce que l'Europe avance en direction des objectifs de politique publique que le Gouvernement poursuit en matière de marchés financiers. Il s'agira, pour l'Union européenne, de construire dans les années qui viennent une vision d'ensemble de ce que sont des marchés financiers sûrs, équitables, et tournés vers le financement durable de la croissance économique.

Je souhaite tout d'abord que l'intégrité des marchés soit inscrite au premier rang de ces objectifs. Au delà, il convient d'accroître la transparence sur les marchés d'actions et obligataires et de garantir à tous les participants un accès équitable et transparent aux transactions. Une information disponible et largement exploitable constitue la première garantie pour que les prix des instruments financiers se forment efficacement en lien avec les fondamentaux de l'économie réelle et au service des entreprises et des investisseurs. Je souhaite également renforcer l'accès des utilisateurs finaux aux meilleurs prix. La réglementation ne doit pas indûment placer certains acteurs en position d'obtenir de meilleurs prix. Enfin, la suppression des risques systémiques notamment des risques de contrepartie par une compensation appropriée des instruments est une priorité essentielle.

Pour préparer les prochaines échéances européennes, j'ai décidé de vous confier une mission afin que vous procédiez à l'évaluation des évolutions et des décisions intervenues depuis 2004 et que vous formuliez des propositions en matière de fonctionnement des marchés en ciblant votre réflexion sur les marchés d'actions et d'obligations.

Monsieur Jean-Pierre Hellebuyck et Monsieur Olivier Poupart-Lafarge apporteront leur contribution à vos travaux.

Je vous invite à associer, autant que de besoin, les différents intervenants sur les marchés (investisseurs, émetteurs, intermédiaires, plates-formes de négociation, infrastructures de post-marché), ainsi que les personnes susceptibles d'apporter un éclairage important sur ces questions (économistes et universitaires, représentants des autorités de supervision et professionnels du droit).

Je vous serais reconnaissante de bien vouloir me remettre vos conclusions et propositions avant le 31 janvier prochain.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma considération distinguée.

  
Christine Lagarde