

Régulation et supervision des marchés financiers : enjeux et défis du moment

Robert Ophèle, ancien président de l'AMF

L'action du superviseur peut être entravée par le principe de la libre prestation de services, ou encore par les limites de l'application des règles sur les abus de marché. La crédibilité des marchés financiers nécessite des évolutions significatives dans ces deux domaines.

Si des Etats membres ont trouvé des moyens de limiter la portée de la libre prestation de services – barrières « Giovannini » dans le post-marché, résolution bancaire...-, la numérisation, notamment parce qu'elle permet de s'affranchir d'une présence physique sur le lieu de la commercialisation, redonne de la vigueur à ce principe fondateur du marché unique. Les services au grand public sont fournis à partir d'un seul pays, choisi pour son absence de zèle réglementaire : c'est le shopping réglementaire.

Mais dans ce cas, par construction, le contrôle des activités transfrontalières s'effectue surtout sur la base du cadre réglementaire du pays de localisation du prestataire et non sur celui du pays d'accueil, dont les autorités n'ont qu'une connaissance parcellaire des services proposés. Cet état de fait limite par exemple singulièrement la possibilité pour les particuliers de faire valoir leurs droits. Il présente aussi l'inconvénient de fausser la concurrence entre prestataires, comme c'est le cas en matière de *payment for order flow* (PFOF), dispositif autorisé en Allemagne mais interdit aux Pays-Bas : les prestataires allemands, après s'être concentrés sur leur marché national, proposent désormais ces services dans l'Union européenne, y compris aux Pays-Bas.

Pour y remédier, il conviendrait de renforcer les prérogatives de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), - qui pourrait par exemple, dans le cadre du dispositif du passeport, avoir le rôle de collecteur et de redistributeur des informations concernant la nature et l'étendue des services proposés – mais aussi de renforcer les prérogatives des pays hôtes.

Cependant, il faut se résoudre à constater que, sauf crise mettant en évidence les failles du système européen existant, les chances de voir aboutir le projet d'une supervision unique sont quasi inexistantes. Il reste donc à s'en remettre à des micro-mesures, comme celles qui ont été avancées dans un texte commun aux autorités de marché française et néerlandaise de 2021. Quant aux vues de l'ESMA sur la question, dont il est fait mention dans sa stratégie 2023-2028, elles sont non seulement peu ambitieuses, mais vagues.

Limitation de la répression dans le domaine des abus de marché

L'action répressive de l'AMF se heurte par ailleurs aux règles européennes et à leur interprétation en matière d'abus de marché (informations privilégiées qui ne sont pas portées à la connaissance du public ou transmises à des tiers, délits d'initié, manipulations de marché).

Un émetteur peut retarder la publication d'une information privilégiée si trois conditions sont réunies. Mais un aspect central du problème est celui de la datation du caractère privilégié de l'information (l'influence potentielle sur les cours est souvent un cas d'espèce) et c'est la jurisprudence, qui peut d'ailleurs varier d'un Etat membre à un autre, qui permet d'en préciser les critères, sachant qu'une datation trop précoce peut

pénaliser l'émetteur (dossier en cours non bouclé) et qu'une datation trop tardive favorise la survenance de délits d'initié.

La commission des sanctions de l'AMF a récemment blanchi des transactions réalisées par des dirigeants d'AB Science, considérant qu'à la date de ces transactions l'information (procédure de mise sur le marché d'un médicament tournant mal) n'était pas précise. Alors président de l'AMF, Robert Ophèle a fait un recours contre cette décision et considère que s'il n'aboutit pas, cela milite pour une révision des règles européennes (règlement européen relatif aux abus de marché) vers une datation précoce, une interdiction des transactions d'initié et une certaine tolérance à l'égard des différés de publication.

La détection et la répression des abus de marché ne doivent pas contrevenir à des droits fondamentaux comme le respect de la vie privée ou la capacité des journalistes et des avocats d'exercer leur métier. Mais si la légitime protection de certaines professions devait permettre la commission d'abus de marché en toute impunité, il faudrait se résoudre soit à accepter la limitation de l'action répressive, soit trouver d'autres moyens d'enquête, la rémunération des lanceurs d'alerte par exemple.

Dans le cas des journalistes, deux affaires donnent le ton (faux communiqué de Vinci repris par Bloomberg ; cas d'un journaliste ayant réalisé une opération opportune). S'il est trop tôt pour analyser la jurisprudence en la matière (les processus judiciaires n'ont pas encore été à leur terme), on peut déjà en tirer des enseignements : i) la légitimité de la poursuite n'est pas subordonnée à la démonstration que le journaliste ou l'organe de presse auraient retiré un avantage de la diffusion problématique ii) la responsabilité du journaliste ou de l'organe de presse serait proportionnelle à l'impact sur le marché, qui dépend de la notoriété du journaliste ou de sa publication ainsi que de l'importance de la révélation.

Pour ce qui est du respect de la vie privée, une des questions porte sur l'accès aux données de connexion, ce qu'autorise le règlement européen, « dans la mesure où le droit national l'autorise ». S'agissant de l'AMF, le recours aux données de connexion détenues par les opérateurs téléphoniques doit être validé par un contrôleur des demandes de données de connexion, magistrat du Conseil d'Etat ou de la Cour de cassation. Mais il se trouve que la Cour de justice de l'Union européenne, dans une décision qui a fait date d'octobre 2020, a considéré que la conservation généralisée et indifférenciée des données ne pouvait être admise qu'en cas de menace grave pour la sécurité nationale, vidant ainsi de sa substance les dispositions du règlement relatif aux abus de marché et en particulier la possibilité d'accéder aux fadettes. Et si le Conseil d'Etat (avril 2021), de son côté, a considéré que l'AMF pouvait avoir recours à des données conservées au titre de la sauvegarde de la sécurité nationale, une remise à plat du dispositif au niveau européen demeure nécessaire, par exemple avec le stockage des données par un opérateur public dédié et strictement encadré.

Un autre sujet concernant la vie privée a trait aux influenceurs sur les réseaux sociaux, domaine où les capacités d'intervention du superviseur sont limitées, notamment en raison des dispositions du règlement général sur la protection des données. A cet égard, il convient de noter que la Cour de justice de l'Union européenne (20 septembre 2022) a censuré le Conseil constitutionnel - dont les décisions ne sont susceptibles d'aucun recours et qui s'imposent à toutes les autorités administratives et juridictionnelles -, jugeant illégale une décision du 21 juillet 2017 qui avait considéré qu'à l'époque, si la procédure d'accès aux fadettes n'était pas conforme au droit de l'Union, compte tenu des conséquences « manifestement excessives » qu'une abrogation immédiate aurait eu sur les procédures en cours, il y avait lieu de différer la date de cette abrogation au 31 décembre 2018.

Questions de la salle

Sur la future Autorité européenne de lutte contre le blanchiment d'argent (le gouvernement a confié à Robert Ophèle la responsabilité du projet de candidature de Paris pour accueillir l'AMLA).

L'autorité européenne aura la particularité d'avoir une responsabilité élargie (pas seulement dans le domaine financier). Il s'agit d'une création très importante, gage d'une action commune en Europe, ce qui est très loin d'être le cas en ce moment, comme le montrent les évaluations du Groupe d'action financière (GAFI)

Paris est une localisation pertinente car la France est une bonne élève de la lutte contre le blanchiment d'argent en Europe. Par ailleurs, le GAFI, émanation de l'OCDE, est basé à Paris.

Sur une supervision unique

Il ne faut pas se faire d'illusion : c'est en marche dans le monde bancaire, mais parce que le secteur a été secoué par une crise de grande ampleur. En l'absence de supervision unique, la solution préconisée consiste à harmoniser les supervisions nationales : *good luck !*

Sur le marché du repo

Les marchés ne fonctionnent pas de la même manière des deux côtés de l'Atlantique. Dans la zone euro, les banques centrales ont mis en place des systèmes de prêt-emprunt des titres détenus dans le cadre des achats d'actifs ou QE.

Il faut toutefois rester vigilant, car la fin des long *term refinancing operations* va assécher la liquidité.

Sur les réformes entreprises sous l'égide du G7 après la crise de 2008 (et en particulier sur l'obligation de compensation des dérivés de gré à gré)

On n'avait pas tout prévu, par exemple les effets de hausses de prix importantes des matières premières et l'explosion consécutive des appels de marges, ou encore d'une baisse rapide des cours des titres d'Etat, comme lors de l'épisode du « mini-budget » au Royaume-Uni. La leçon à en tirer : les mécanismes protecteurs, comme la compensation, sont aussi porteurs de risques.

Sur le plafonnement des tarifs de l'énergie

Il s'agit de décisions éminemment politiques. Il n'est pas certain qu'on ait, dans ce cadre, anticipé et mesuré toutes les implications sur l'écosystème financier. La capacité des Etats à faire face à de telles situations est très disparate.

Sur la reconnaissance des superviseurs européens par les Etats-Unis

Il existe des canaux de discussion, et ils fonctionnent, entre la Commission européenne et les autorités de contrôle européenne d'une part, et les autorités américaines d'autre part.

Sur la limitation par la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) de l'accès au registre des bénéficiaires effectifs

Cet arrêt a suscité beaucoup d'émoi. La règle européenne prévoit que le registre soit largement accessible, règle que tous les Etats membres n'appliquent pas de la même manière. Après l'arrêt de la CJUE, des pays ont fermé l'accès. Il faut réécrire ce texte à l'occasion du paquet législatif sur l'anti-blanchiment.

Sur le secteur de l'énergie en Europe (et la répartition des pouvoirs entre les autorités sectorielles et les superviseurs financiers)

Il s'agit de marchés très concentrés (Pays-Bas et Allemagne concernant le gaz) mais qui irriguent tous les continents. Il est nécessaire de disposer d'une supervision européenne en la matière.

Sur le bilan du Brexit

Les Etats-Unis sont les premiers à s'en féliciter, ayant, entre autres, capter une partie du marché des dérivés. Paris a attiré des opérations de marché, mais l'attrait d'une place financière se mesure sur le moyen terme. Il faut attendre de voir ce que seront les réformes annoncées de la City. Il semble que l'on ne se dirige pas vers un big bang. Si, dans le domaine de l'assurance par exemple (Solvabilité II), il y avait des modifications significatives des règles britanniques, il faudrait s'en doute s'y adapter.