

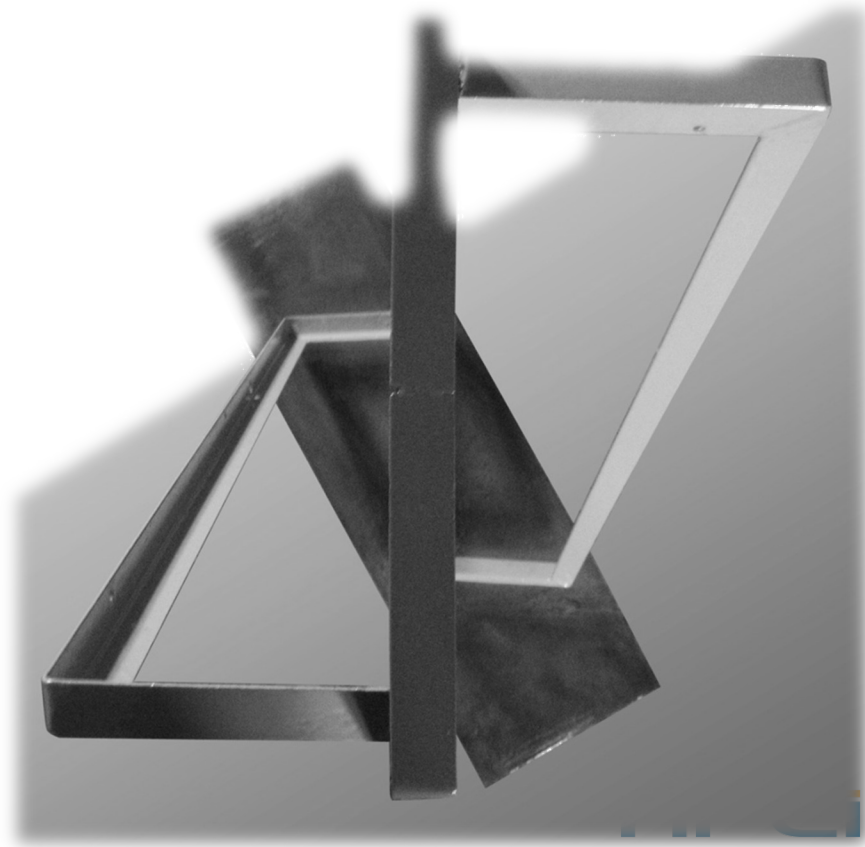
LES CONFERENCES DE L' **AFTi**

MIF II : Les enjeux pour l'industrie

En partenariat avec :



Mardi 31 janvier 2012



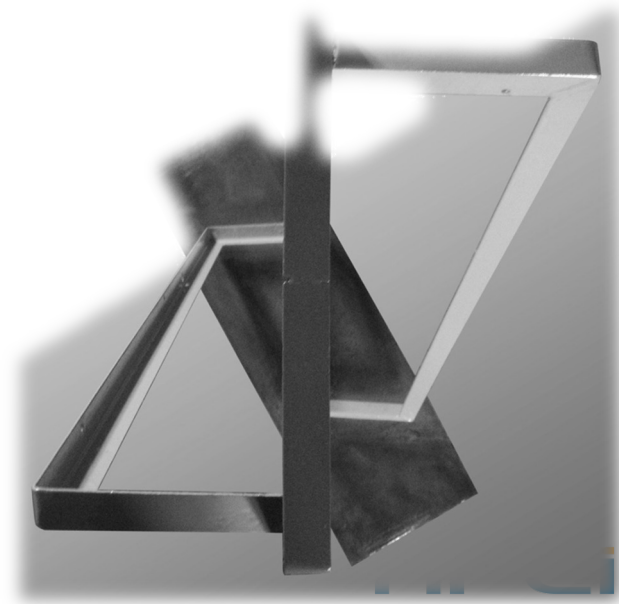
Introduction

Marcel Roncin

Président

AFTI

Conférence du 31.01.2012 : « MIF II, les enjeux pour l'industrie »



Programme :

- 14 h 00** **Accueil des participants**
- 14 h 30** **Introduction**
Marcel Roncin, Président de l'AFTI
- 14 h 35** **Les objectifs de la révision de la directive MIF et du projet de règlement MIFIR**
Valérie Ledure, *Policy Officer unité G 3, Commission Européenne*
- 15 h 15** **Les attentes de l'AMF en termes de transparence et de reporting des opérateurs de marché**
Edouard Vieillefond, *Secrétaire Général Adjoint en charge de la Direction de la Régulation et des Affaires Internationales, Autorité des Marchés Financiers*
- 15 h 45** **Les évolutions pour les marchés et les enjeux concurrentiels**
Jean-François Rigal, *Directeur Général, Equinox Consulting*
Gaspard Bonin, *Directeur associé, Equinox Consulting*
- 16 h 15** **Table Ronde :**
Les métiers titres au cœur de la réforme de la MIF : quels impacts attendus ?
- Animée par **Jean de Castries**, Directeur Général, **Cabinet Equinox Strategy**
- Alain Pochet**, *Head of Clearing, Custody & Corporate Trust, BNP Paribas Securities Services*
Christophe Hémon, *Directeur Général, LCH Clearnet SA*
Emmanuel de Fournoux, *Directeur Infrastructures de marché, AMAFI*
Eric de Nexon, *Directeur des Relations de Place du Métier Titres, Société Générale Securities Services*
Graham Dick, *Head of business development, CHI-X BATS Europe*
- 17 h 30** **Cocktail**

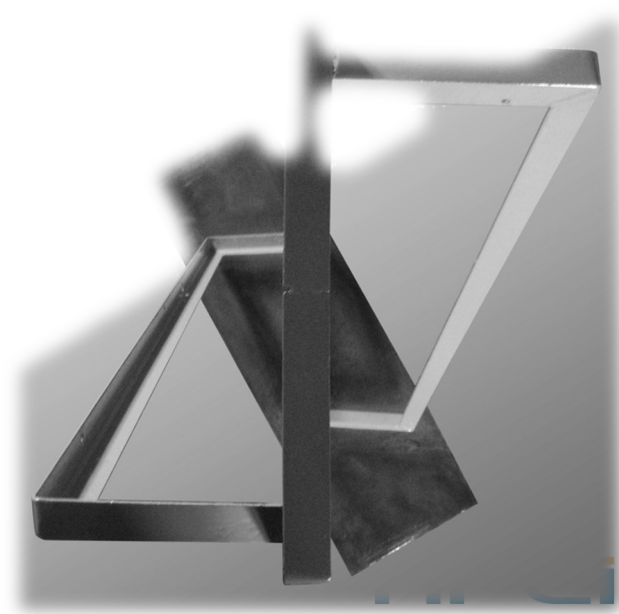
Les objectifs de la révision de la directive MIF et du projet de règlement MIFIR

Valérie LEDURE

Policy Officer unité G 3

Commission Européenne

Conférence du 31.01.2012 : « MIF II, les enjeux pour l'industrie »



Comprehensive Package

- **Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)**
- **Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR)**
- **Market Abuse Regulation (MAR)**
- **Criminal Sanctions on Market Abuse Directive (CSMAD)**
- **Negotiations on these dossiers have started**
- **The whole package consisting of MiFID/R and MAR/D and including all implementing measures on Level 2 is to become applicable on the same day due to interdependencies**

The MiFID review: two proposals

- **Proposal for a recast Markets in Financial Instruments Directive:**
 - Exemptions, requirements for investment firms, trading venues and data service providers, regulators powers, third country regime (branches)
- **Proposal for a Markets in Financial Instruments Regulation:**
 - Trade transparency, transaction reporting, mandatory trading of OTC derivatives, non-discriminatory access to post-trade infrastructure, specific supervisory powers and third country regime

The MiFID review: main objectives

- **Competitive and fair market structures**
- **Taking account of technological developments**
- **3. Transparent and resilient trading environment**
- **4. Safe and efficient commodity derivatives markets**
- **5. High level of investor protection**
- **6. Increased transparency to and powers of regulators**
- **7. Harmonised third country regime**

1. Market structure – OTF category

- Introduction of new trading venue (“organised trading facility – OTF”) to cover hybrid platforms
- Captures all organised trading
- Allows for discretionary matching
- Same organisational, market surveillance and transparency requirements as for exchanges and MTF’s
- Operator not allowed to trade against proprietary capital to ensure neutrality
- Conduct of business rules apply to client relationship
- SI is not a trading venue; it is systematic OTC trading

1. Market structure – Trading of derivatives

- **Mandatory trading of OTC derivatives in line with G20 commitments and in complement to EMIR:**
 - **Scope of derivatives: clearing-eligible and sufficiently liquid standardised OTC derivatives**
 - **Eligible organised trading venues: regulated markets, MTFs and Organised Trading Facilities**
 - **Entities covered: All financial entities and non financial entities subject to the clearing obligation under EMIR**
- **Trading can occur on third-country venues, provided the Commission has taken a decision of equivalence and the regime grants reciprocal recognition for EU trading venues**

1. Market structure – Non-discriminatory access

- In complement to EMIR (covers only OTC derivatives)
- To remove commercial barriers in the trading and post-trading space and ensure effective competition in the exchange-traded derivatives space :
 - trading venues get access to clearing services of central counterparties on a non-discriminatory basis (incl. regarding collateral requirements and access fees) in all financial instruments
 - central counterparties can offer clearing services in whatever financial instrument traded on a trading venue on a non-discriminatory basis (i.e. non-discriminatory access to trade feeds)
 - Access to data feeds and licences on a reasonable commercial basis by any CCP or trading venue (i.e. at a price no higher than the lowest price at which access has been previously granted)

1. Market structure – SME markets

- **Creation of a voluntary quality label for SME growth markets**
 - Built upon the existing SME junior markets regulated as MTFs
 - SME = company with an average market capitalisation of less than EUR 100 million
 - Harmonised listing and transparency requirements
- **Strike the right balance between transparency and investor protection**
- **Objective is to improve the access of SMEs to capital markets and facilitate the set up of networks of SME markets**

2. Algorithmic trading

- To provide for proper safeguards:
 - All algorithmic traders, including high frequency, will need a MiFID license
 - Reinforce the organisational requirements along the trading value chain (i.e. both for trading venues and investment firms)
- Reinforcement of the MAD framework :
 - Clarifying which practices associated with algorithmic/high frequency trading constitute market manipulation
 - Connection with MiFID II that establishes new tools for supervisors intended to facilitate the detection of market abuse (i.e. record keeping obligation for orders, flagging of orders)
- Algorithmic traders shall keep their trading strategy in continuous operation and provide liquidity on a regular basis

3. Trade transparency

- **Improving the trade transparency regime for equities :**
 - **Extension to equity like products**
 - **Broker crossing networks captured under the new OTF category**
 - **Heightened ESMA role for assessing any permissible derogations from transparency**
- **New harmonised pre- and post-trade transparency requirements for non-equity (i.e. bonds, structured finance products and derivatives), both on venues and OTC:**
 - **to be calibrated in delegated acts**
 - **Appropriate delayed disclosures for large trades**
 - **Pre-trade transparency waivers in well justified cases under the coordination of ESMA**

3. Trade data consolidation

- **Quality and costs of data:**
 - **Investment firms trading OTC to report their trade data to Approved Publication Arrangements (APAs)**
 - **Development of common standards and formats by ESMA to be used by all players (investment firms, trading venues, and APAs)**
 - **Unbundling of data for trading venues**
 - **Trading venues, APAs and CTPs to offer data at a reasonable cost and free of charge after 15 minutes**
- **Consolidation of post-trade data:**
 - **Commercial solution with possibly several Consolidated Tape Providers (CTPs)**
 - **Review clause 2 years after MiFID II entry into force**

4. Commodity derivatives

- **Position reporting by types of traders**
- **Position limits regime:**
 - **Position limits or alternative arrangements with equivalent effect**
 - **Harmonisation of limits or arrangements via delegated acts**
 - **Intervention powers also for national authorities under the coordination of ESMA + intervention powers for ESMA in emergency cases**
- **Narrowing down of the MiFID exemptions for commodity firms**
- **Reinforcement of the MAD framework with extension of its scope to cross market abuse cases**

5. Investor protection

- **Broadening scope: Extension of MiFID to structured deposits sold by banks**
- **Service of safekeeping of financial instruments**
- **Organisational requirements:**
 - **Improved corporate governance arrangements**
 - **Segregation of client assets (title transfer financial collateral arrangements prohibited for retail)**
- **Conduct of business rules**
 - **Introduce distinction between advice provided on an "independent" basis and other advice**
 - **Prohibition for independent advisers and portfolio managers to receive monetary incentives from third-parties**
 - **Adjustments to lists of "complex/non-complex" products**
- **Best execution**
 - **Venues to publish annual data on execution quality**
 - **Investment firms to publish annually the top five execution venues per instrument**

6. Information to and powers of regulators

- Targeted upgrades to the system of transaction reporting
- Position reporting in the case of commodity derivatives
- Stronger sanctioning regimes
- Product intervention (i.e. restriction or ban) to be used under well circumscribed circumstances:
 - by national competent authorities under the coordination of ESMA
 - by ESMA to complement national competent authorities' powers (3 months ban, with possibility for renewal)
- Position management powers for national competent authorities under the coordination of ESMA + intervention powers for ESMA in emergency cases

6. Information to regulators – Transaction reporting

- Recordkeeping obligation of order book data by trading venues
- Extension of scope to transactions in all financial instruments traded on one of the three types of trading venues (RM, MTF or OTF) or correlated to these instruments in line with the extension of the MAD scope
- Standardisation and improved granularity of data:
 - Development of common standards and formats by ESMA
 - Client identifier, flagging of algorithms, etc.
- Reporting via an Approved Reporting Mechanism (ARM) to ensure quality of data
- Avoid double reporting by waiving the investment firm obligation if reporting of derivatives transactions to trade repositories authorised under EMIR

7. Third country regime

- **Today, no EU-level regime for third country investment firms**
- **Initiative test (active vs passive marketing)**
- **Assessment by the Commission of equivalence and reciprocity of the third-country regime**
- **For retail clients, always to occur via a branch:**
 - **Authorisation by the national competent authority**
 - **Subject to compliance with MiFID organisational and COB requirements**
 - **Passporting across the EU**
- **For eligible counterparties, can occur without a branch, and exclusively subject to third-country rules**
- **Transitional regime for firms operating under national third-country regime**

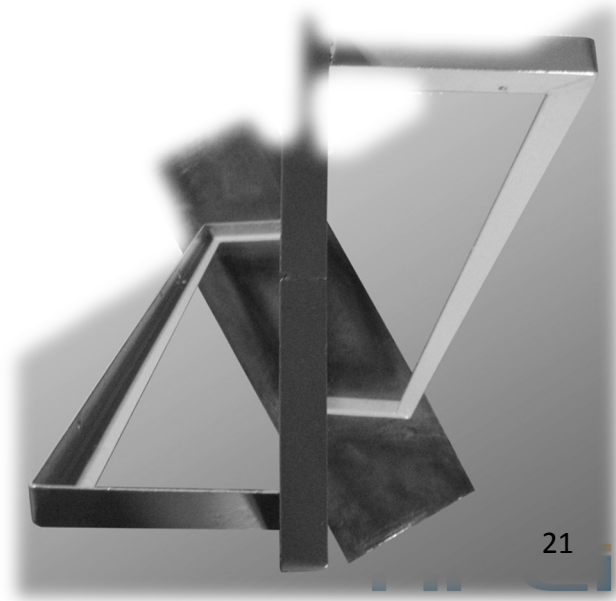
Thank you for your attention

Les attentes de l'AMF en termes de transparence et de reporting des opérateurs de marché

Edouard VIEILLEFOND

*Secrétaire Général Adjoint en charge de la Direction de
la régulation et des affaires internationales*

Autorité des Marchés Financiers



Les enjeux liés à la MIF II

- Le constat après mise en œuvre de la MIF I
 - **Des marchés plus fragmentés et moins transparents**
 - **Au détriment des investisseurs**
- La révision de la MIF, une opportunité à saisir
 - **Pour repenser la structure des marchés**
 - **Pour assurer plus de transparence**

Une volonté bienvenue d'aller vers plus de transparence

La MIF II propose de bonnes avancées de principe...

- **Volonté d'améliorer la protection des investisseurs;**
- **Volonté de réguler les transactions effectuées en OTC;**
- **Mise en place d'obligations de transparence pré-négociation pour les titres autres que les actions (dérivés, obligations et produits structurés notamment);**
- **Mise en place d'obligations de transparence post-négociation (via les «*consolidated tapes*»);**
- **Extension du champ du reporting au régulateur.**

Des propositions à améliorer

- ... Mais certaines propositions ne vont pas assez loin
- **MIF 2 n'apporte pas de modifications majeures à la liste des exceptions à la transparence pré-trade (*waivers*) qui reste encore trop vaste;**
- **MIF 2 établit des « *Consolidated Tapes* » européennes. Reste à définir comment les informations pourront être centralisées et consolidées de façon exhaustive (cf. dispositif mis en place aux Etats-Unis) et auprès de quel organisme;**

Des propositions à améliorer

- ... De plus, certaines propositions pourraient avoir des effets incertains
- **MIF 2 introduit une nouvelle catégorie de trading venues : les ‘OTF’ (*Organized Trading Facilities*), avec des règles d’exécution d’ordres moins contraignantes que sur les autres *trading venues* (MR et MTF): Cette approche risque de faire encore glisser la liquidité vers des plateformes moins régulées et moins transparentes.**
- **MIF 2 propose de requalifier le service d’administration et de conservation des titres en service d’investissement. Ainsi, les teneurs de compte deviendraient des PSI et bénéficieraient à ce titre d’un passeport européen MIF. Cependant, les prestataires venus de pays tiers auraient également la possibilité de fournir ce service en Europe. Les effets d’une telle ouverture nécessitent une étude plus approfondie.**

La structure des marchés: les OTF (1/3)

- La MIF II va globalement dans la bonne direction
 - **Une volonté d'améliorer la transparence des négociations**
 - **Un encadrement des plateformes OTC**
- Mais le concept d'OTF soulève des préoccupations
 - **Une catégorie « fourre-tout » qui couvre un large champ de plateformes aux caractéristiques très diverses**
 - **Des règles discrétionnaires pour l'exécution des ordres, aboutissant potentiellement à une transparence relative et un traitement différent des clients**
 - **Un encadrement moins prescriptif que les MR/SMN**

La structure des marchés: les OTF (2/3)

- Il faut clairement différencier les OTF des MR/SMN
 - **Les OTF ne doivent pas être qualifiés de « *trading venues* » car les règles qui les encadrent sont moins prescriptives que celles des MR/SMN**
 - Ce qui induirait une concurrence inéquitable
 - Entre des plateformes portant le même « label »
 - **Ces règles ne permettront pas d'assurer une vraie transparence pré-négociation**
 - Des règles discrétionnaires d'exécution des ordres
 - C'est-à-dire que des prix différents ou des modalités d'exécution d'ordre différentes pourront être offerts selon les clients

La structure des marchés: les OTF (3/3)

- La MIF II doit promouvoir la négociation vers des « *trading venues* », multilatérales et transparentes
 - **Pour tous les instruments financiers standardisés et suffisamment liquides (y compris les dérivés)**
 - **En établissant le principe que ces instruments doivent être négociés sur des MR ou des SMN, plateformes complètement transparentes et selon un mode de négociation non discrétionnaire (y compris pour les dérivés)**
 - **Ou en limitant le volume d'activité des OTF, et en introduisant un « flagging » systématique des transactions en OTC**

La transparence pré-négociation (1/2)

- Des dispositions en apparence renforcées
 - **Une extension des règles de transparence pré-négociation à toutes les « trading venues »**
 - **Pour tous les instrument financiers**
- Mais le champ des dérogations reste très large
 - **Les possibilités de déroger à la transparence pré-négociation doivent être réduites (notamment lorsqu'une plateforme utilise le prix importé d'un marché de référence)**
 - **Non seulement pour les actions mais aussi pour les autres instruments financiers**
 - **Il est en outre essentiel d'assurer une application harmonisée de ces exemptions dans tous les Etats-Membres.**

La transparence pré-négociation (2/2)

- Création d'un statut de « consolidated tape provider », (accompagné d'une clause de « review »)
 - **Mais pas d'exigence que l'information diffusée soit exhaustive et ne garantit aucunement la consolidation de l'ensemble des données**
 - **Une consolidation laissée aux soins du marché**
 - **Une proposition qui ne remédie donc que très partiellement à la fragmentation actuelle de l'information**
- Il faut assurer la consolidation de l'information post-négociation sur les transactions effectuées
 - **Nécessité d'une « Consolidated Tape » européenne, centralisée et exhaustive**
 - **Pour les actions dans un premier temps, puis pour les obligations et les autres instruments financiers**
 - **Confiée à un organisme public ou parapublic, ou à tout le moins régulé par ESMA**

La transparence vis-à-vis des régulateurs

- Le champ des obligations de déclaration (transaction reporting) est étendu
 - **Pour être aligné sur le champ de la réglementation « abus de marché »**
 - **Une harmonisation bienvenue**
- Des améliorations à envisager néanmoins
 - **L'accès aux carnets d'ordres des lieux d'exécution situés dans un autre Etat membre, pour une surveillance cross-marchés**
 - **A moyen terme, un mécanisme de reporting centralisé européen pour tous les ordres et les transactions, pour une surveillance plus efficiente de l'intégrité, l'efficience et la stabilité des marchés par les régulateurs**

Autres sujets

- Inducements,
- Produits Complexes et non complexes ,
- Le nouveau service d'investissement de conservation et l'administration de titres

Les évolutions pour les marchés et les enjeux concurrentiels



Jean-François RIGAL

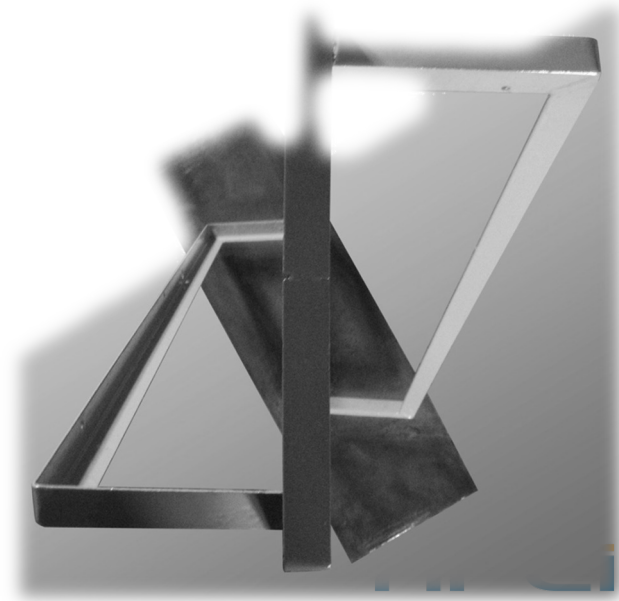
Directeur Général

Gaspard BONIN

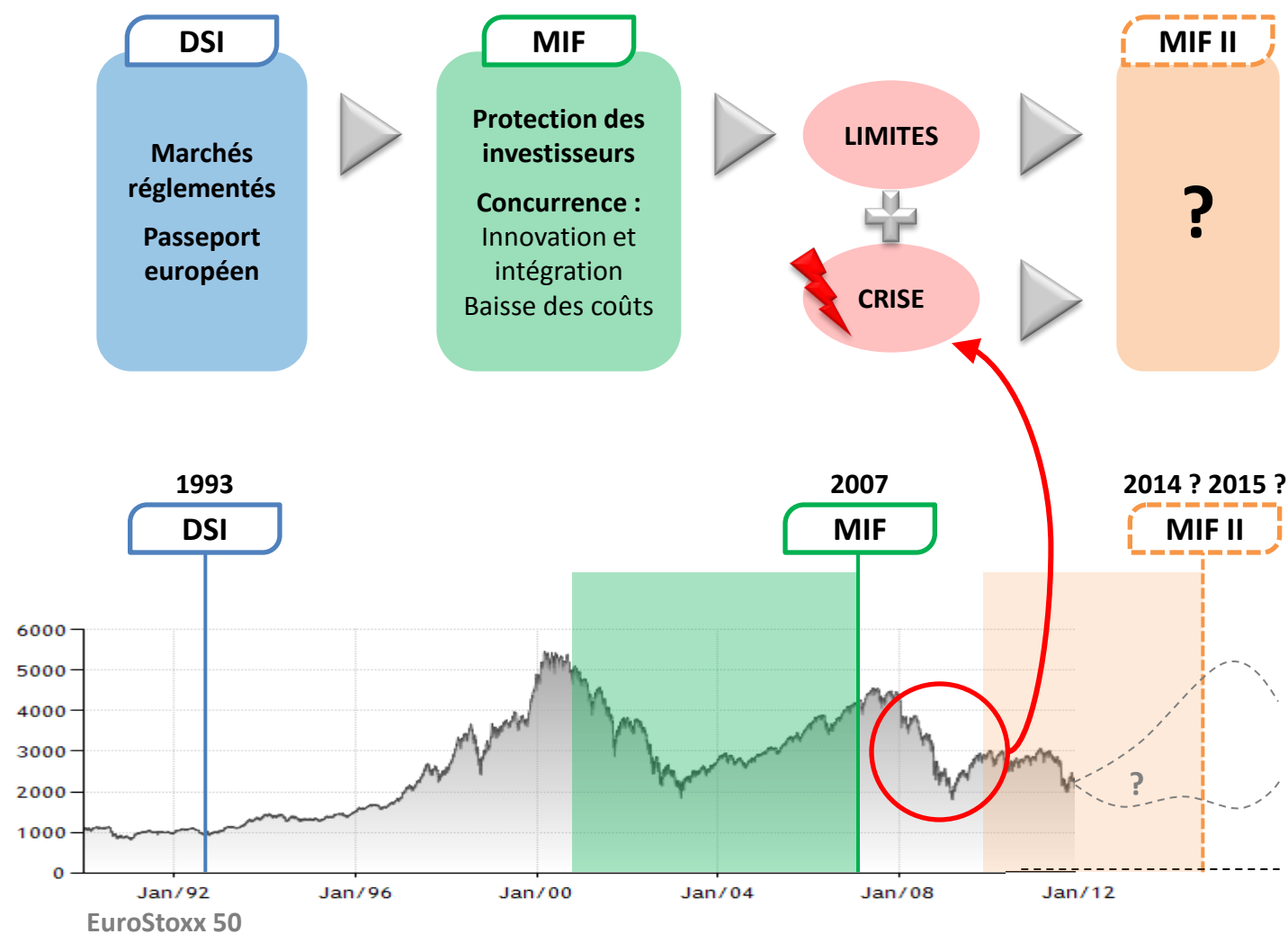
Directeur associé

Equinox Consulting

Conférence du 31.01.2012 : « MIF II, les enjeux pour l'industrie »



Intégration des marchés européens : quels enjeux 5 ans après MiFID et 20 ans après la DSI ?



Une nécessité de revue largement partagée

« La MIF a imparfaitement rempli ses obligations en matière de concurrence et de réduction des coûts »

M. Barnier

« Il n'y a jamais eu autant de décalage entre les transactions financières, dont une part importante s'effectue désormais en trading haute fréquence, et ce qu'elles apportent à l'économie. »

JP. Jouyet

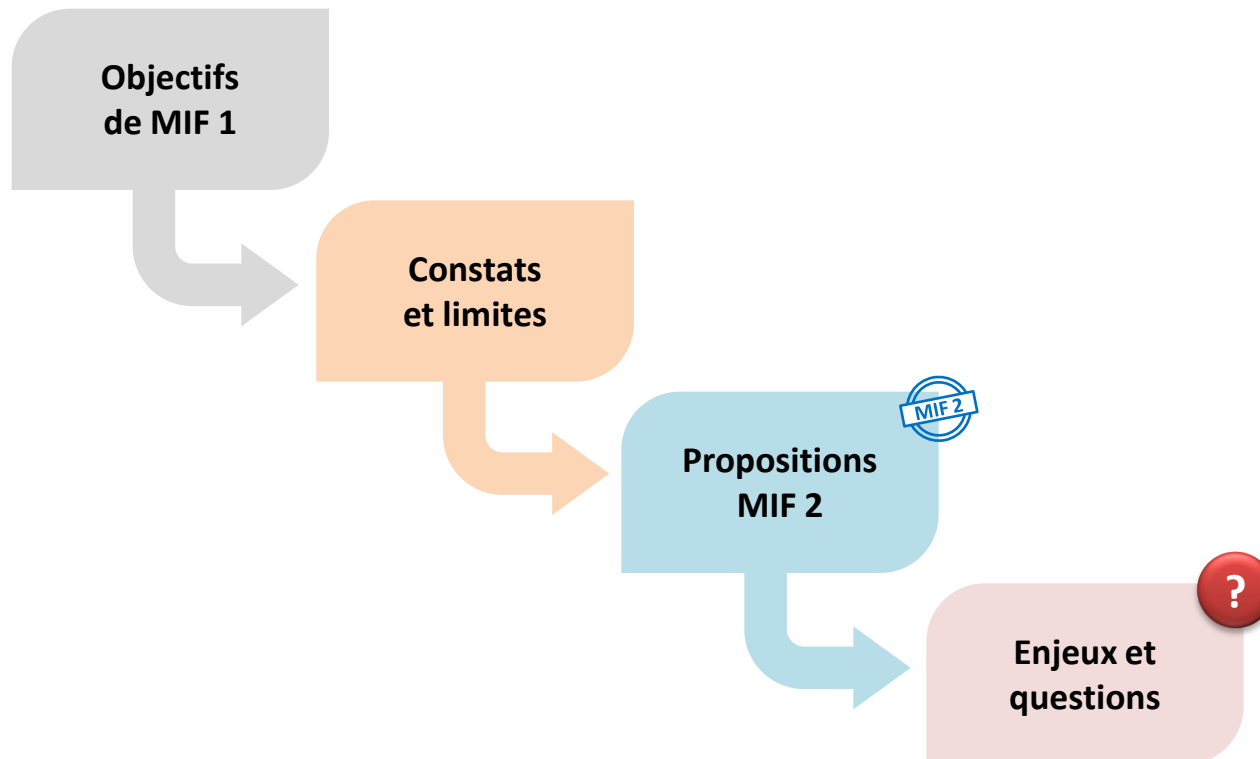
« L'accroissement du nombre de plateformes de négociation a multiplié les sources d'information et rendu moins accessible une vision consolidée du marché. »

P. Fleuriot

« Je ne sais pas ce qui se passe sur mes titres. Il se fait tous les jours des opérations sur nos titres sur lesquelles on ne peut avoir de données claires »

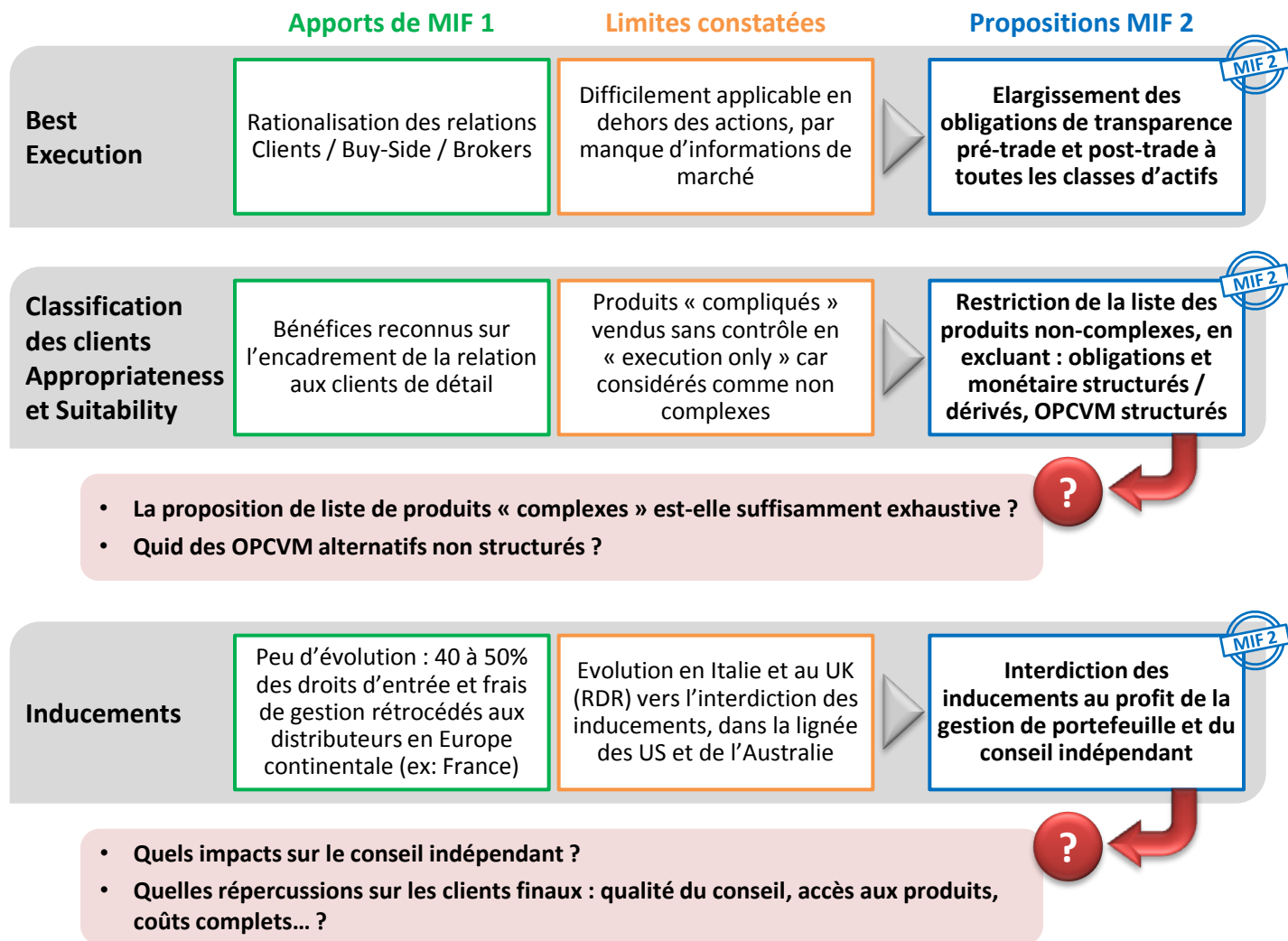
M. Bouygues

Notre démarche, 3 mois après la publication des 1ers textes et à quelques jours de la clôture de la consultation



Objectif n°1 : Protection des investisseurs

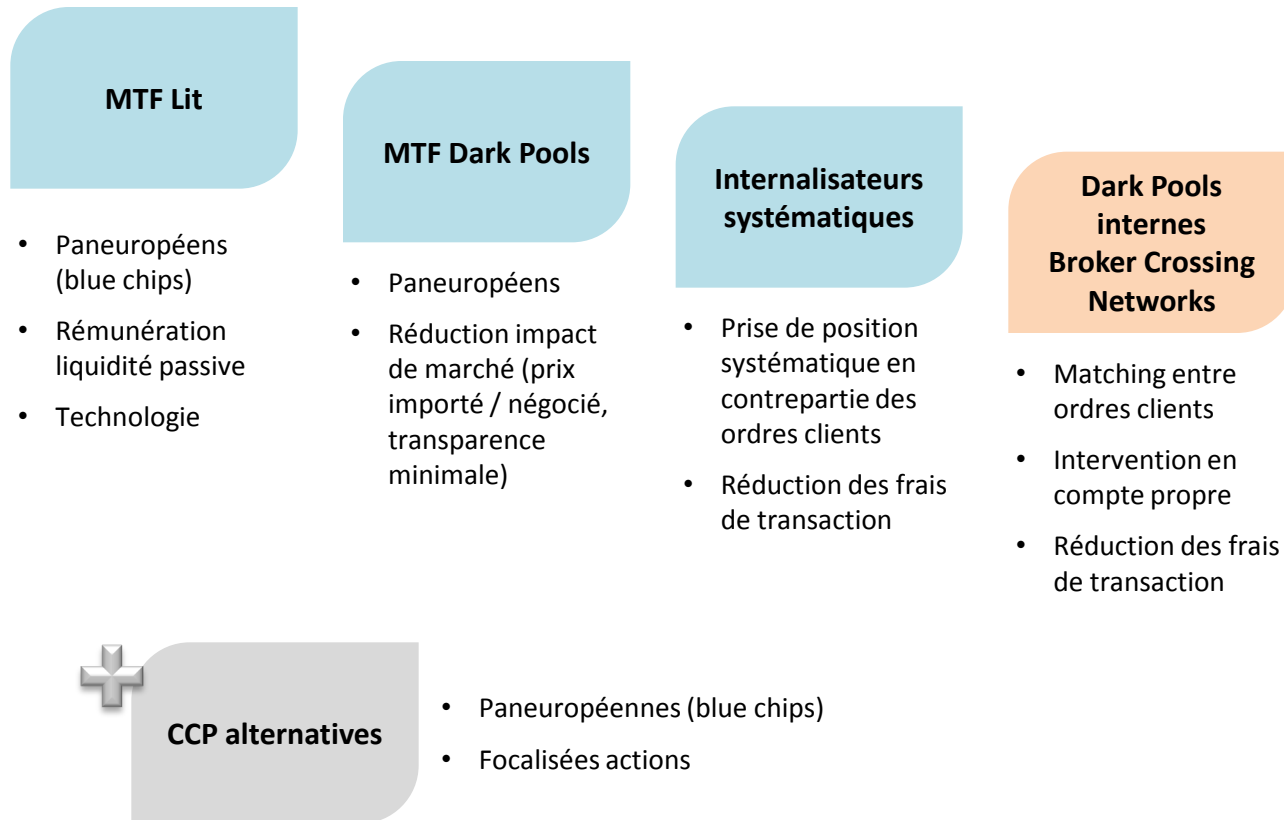
Un débat structurant pour l'industrie de la gestion



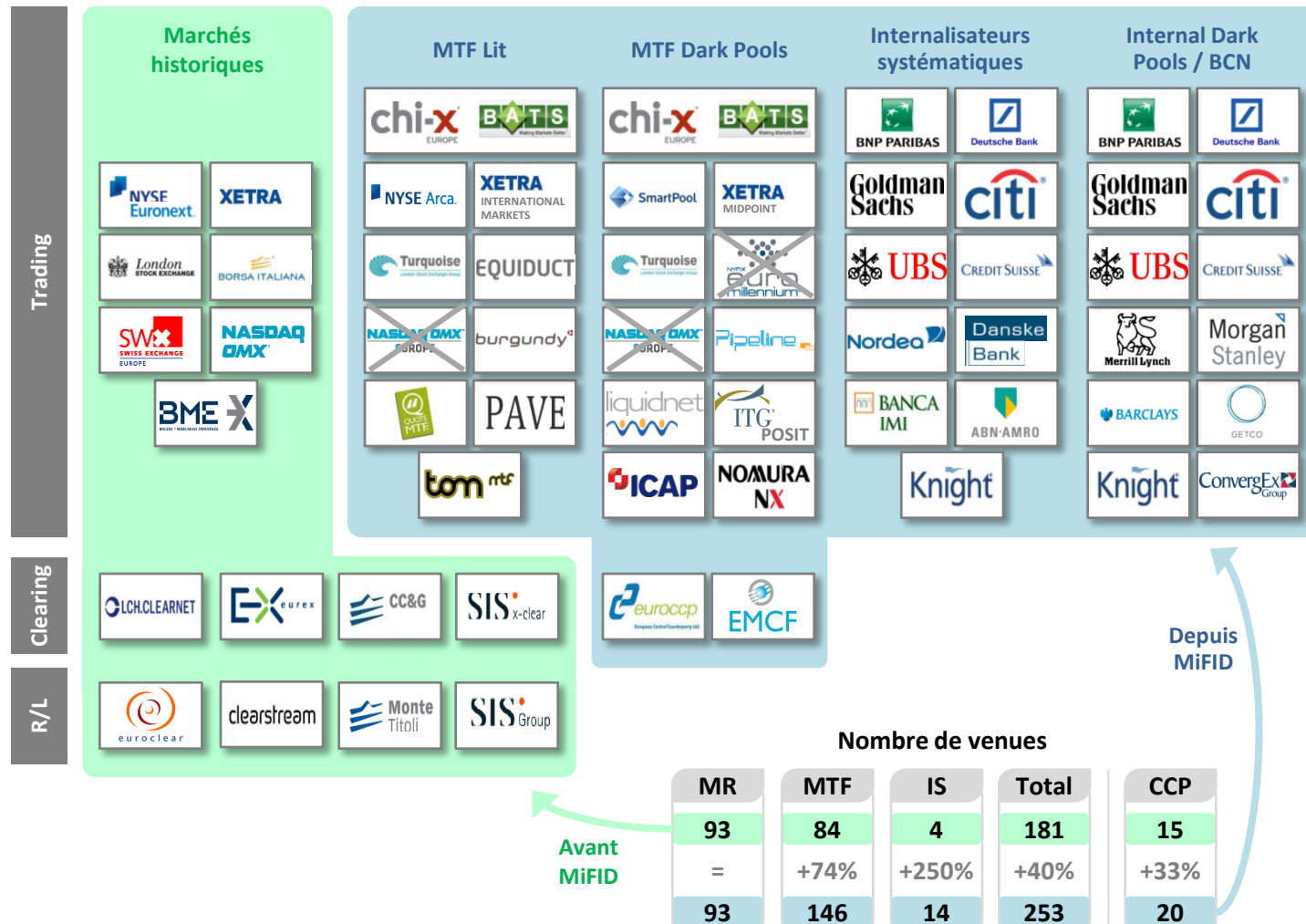
Objectif n°2 :

Innovation et intégration par la concurrence

Des modèles indéniablement innovants sur les actions



Objectif n°2 : Innovation et intégration par la concurrence Une multiplication des « venues »...

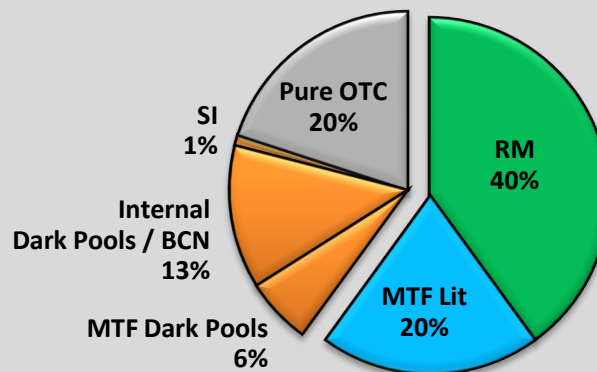
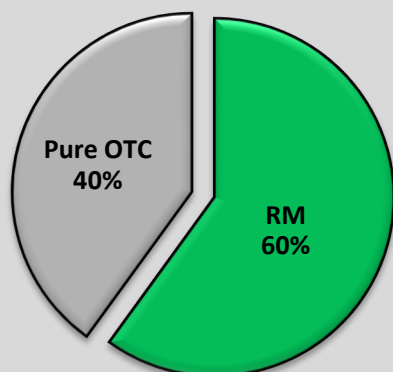


Objectif n°2 : Innovation et intégration par la concurrence ... et une réelle fragmentation de la liquidité

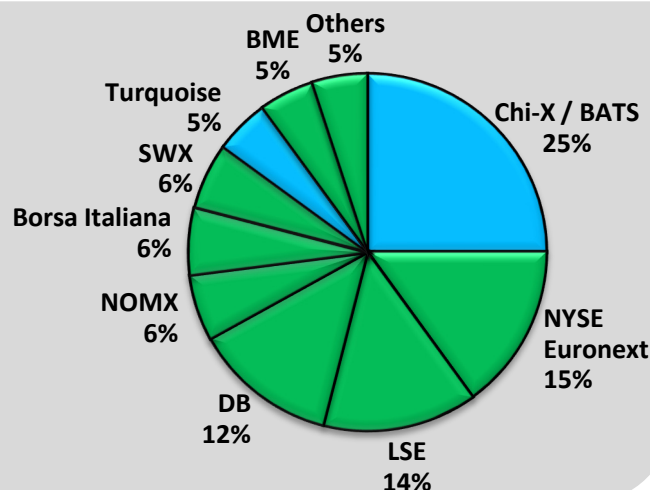
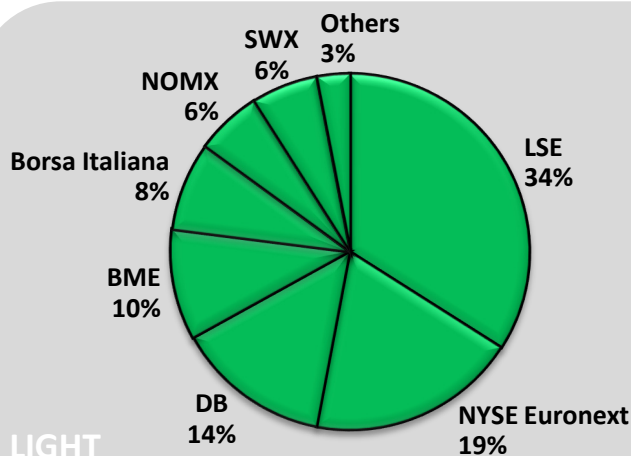
1^{er} janvier 2007

1^{er} janvier 2012

ALL



LIGHT



Objectif n°2 : Innovation et intégration par la concurrence Des pans de marché « oubliés » ... sur les actions

Développement des « Broker Crossing Networks » et « Dark Pools internes »

- Pas de statut prévu par MIF 1
- Part importante de liquidité ($\geq 10\%$)
- Aucune transparence pre-trade



Création du statut d'OTF
« Organised Trading Facility »

- Même transparence que les RM et MTF
- Exécution discrétionnaire
- Interdiction de positionnement en compte propre

Lieux d'exécution MIF 2

	RM	MTF	OTF	SI	OTC
Transparence pré-trade	✓	✓	✓	≈	
Transparence post-trade	✓	✓	✓	✓	✓
Compte propre		?		✓	✓
Exécution discrétionnaire			✓	✓	✓

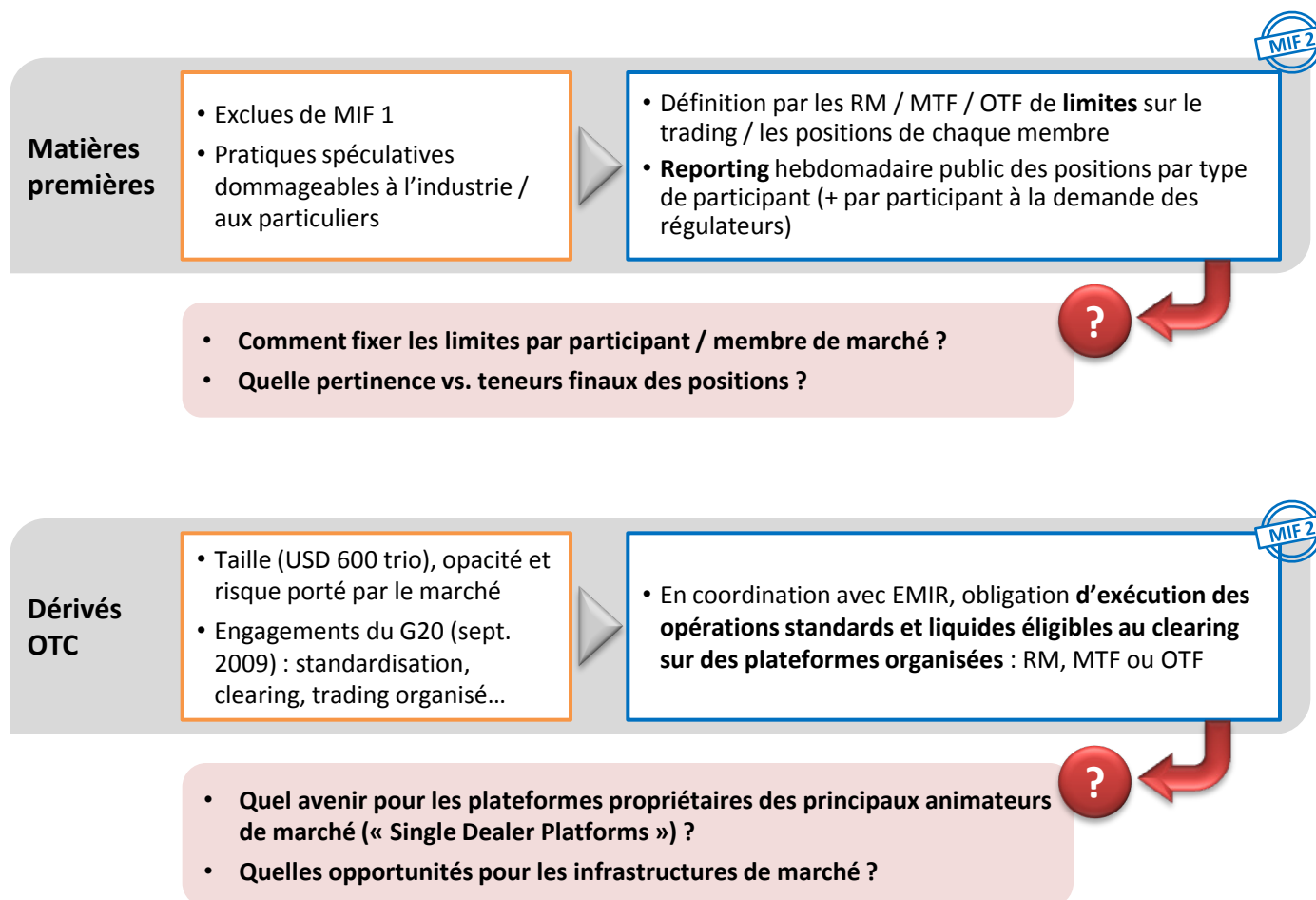
- Le statut d'OTF couvre les systèmes de crossing « purs » → Quelle évolution attendre du positionnement des brokers / banques mixant matching d'ordres clients et compte propre : SI ? MTF ?
- Quel risque que certains MTF évoluent en OTF, entraînant une perte de clarté sur les rulebooks / processus d'exécution ?

?

Objectif n°2 :

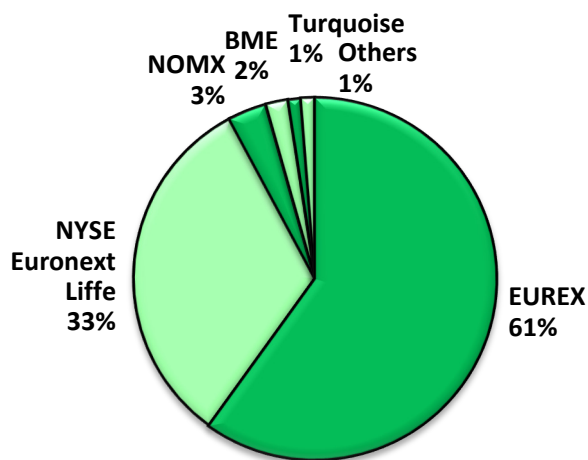
Innovation et intégration par la concurrence

Des pans de marché « oubliés » ... sur les autres produits



Objectif n°2 : Innovation et intégration par la concurrence Des pans de marché « oubliés »... sur les autres produits

Concurrence réduite sur le trading
des dérivés listés...



Volumes 2011 en nombre de contrats

Sources: FESE, Turquoise
(stock, index & bonds futures & options – 2011)

... malgré les initiatives des MTF



- Démarrage en 2010
- Produits paneuropéens et primary markets, mais non-fongibles
- Clearing sur LCH.Clearnet, mais sans cross-margining avec les produits du Liffe



- Activité de BATS aux US
- Création d'indices européens en partenariat avec Russel Investments

Obligation pour les CCP de compenser tout produit de manière non-discriminatoire (collatéral, frais) et transparente, quel qu'en soit le lieu d'exécution



Objectif n°2 :

Innovation et intégration par la concurrence

Des effets pervers à corriger

Tarissement du financement des PME

- Face à la concurrence les plateformes de marché se concentrent à l'instar des MTF sur les blue chips, segment le plus rentable

- Création d'un **statut spécifique de MTF** : « **SME Growth Market** », avec un régime simplifié de listing pour les entreprises dont la capitalisation boursière n'excède pas 100 M€



- Ces « **SME Growth Market** » seront-ils attractifs pour les investisseurs si les contrôles y sont moins restrictifs ?
- Ce nouveau statut constitue-t-il une incitation suffisamment forte pour les infrastructures de marché à développer les services à destination des PME ?



?

Fragmentation et incomplétude des informations de marché

- Transparence pré/post-trade limitée aux actions
- Pas de dispositif de consolidation de l'information complet et à tarif raisonnable
- Best Execution complexe à appliquer
- Asymétrie d'information Buy-Side / Sell-Side
- Manque de visibilité pour les émetteurs

- **Extension de la transparence pré/post-trade à l'ensemble des classes d'actifs**
- **Publication gratuite 15 mins après la transaction**
- Création du statut « commercial » de CTP (**Consolidated Tape Providers**)
- **Standardisation** des formats (ESMA, APA)



- Quel changement le statut de CTP va-t-il apporter, sans la création d'un dispositif unique de consolidation des informations ? Quel lien entre CTP et Trade Repositories (EMIR) ?
- Les « exemptions » aux obligations de transparence, utilisées en particulier par les Dark Pools, vont-elles évoluer sous l'impulsion de l'ESMA ?



?

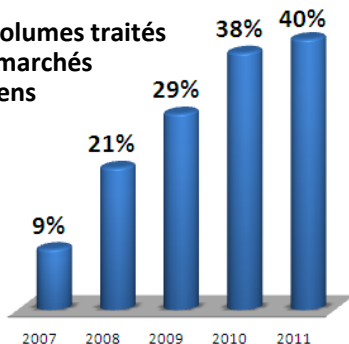
Objectif n°2 :

Innovation et intégration par la concurrence

Des effets pervers à corriger

Croissance fulgurante du trading haute fréquence (HFT)...

% des volumes traités sur les marchés européens



Source : TABB

... dont l'apport à l'économie des marchés ne fait pas l'unanimité

Pros

- Apport de liquidité supplémentaire (market making)
- Réduction des spreads
- Arbitrage entre marchés

Cons

- Diminution de la taille des transactions
- Liquidité « artificielle »
- Menaces sur le bon fonctionnement des marchés


Pour les PSI utilisant des algorithmes de trading :

- Tests « live »
- Dispositif de limites
- Description annuelle aux régulateurs
- Apport de liquidité continu à prix compétitifs

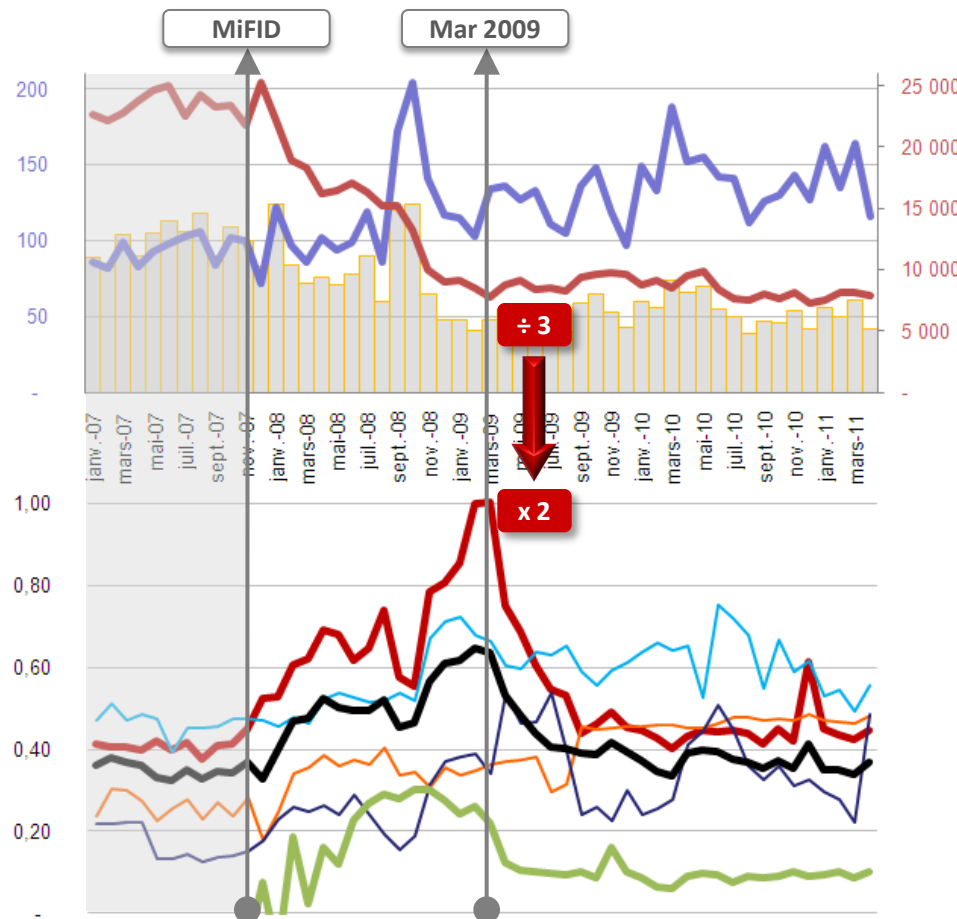
Pour les marchés réglementés :

- Coupe-circuit
- Ratio d'annulation maximal
- Délai de latence minimal
- Pas de cotation minimal
- Dispositif de colocation et grille tarifaire non-discriminatoire



- 
- Quelles différences de contraintes pour le Buy-Side utilisateur d'Algorithmes et le Sell-Side traitant en HFT pour compte propre ?
 - Comment définir l'obligation d'apport de liquidité continu à prix compétitif ?
 - Quels mécanismes de contrôles et quelles limitations pour les MTF et OTF ?
 - Quelles capacités de contrôle pour les régulateurs ?

Objectif n°3 : Réduction des coûts de transaction Un bilan contrasté



Evolution du nombre d'exécutions et du montant moyen par exécution

Depuis
Nov. 2007

+ 16% Nombre d'exécutions

- 64% Montant moyen par exécution

Evolution du coût de négociation en points de base

Bp
2011

Depuis
Nov. 2007

0,56

+ 18%

Deutsche Börse

0,48

+ 71%

LSE

0,48

+ 219%

Borsa Italiana

0,45

- 1%

NYSE Euronext

0,37

0%

Tous marchés

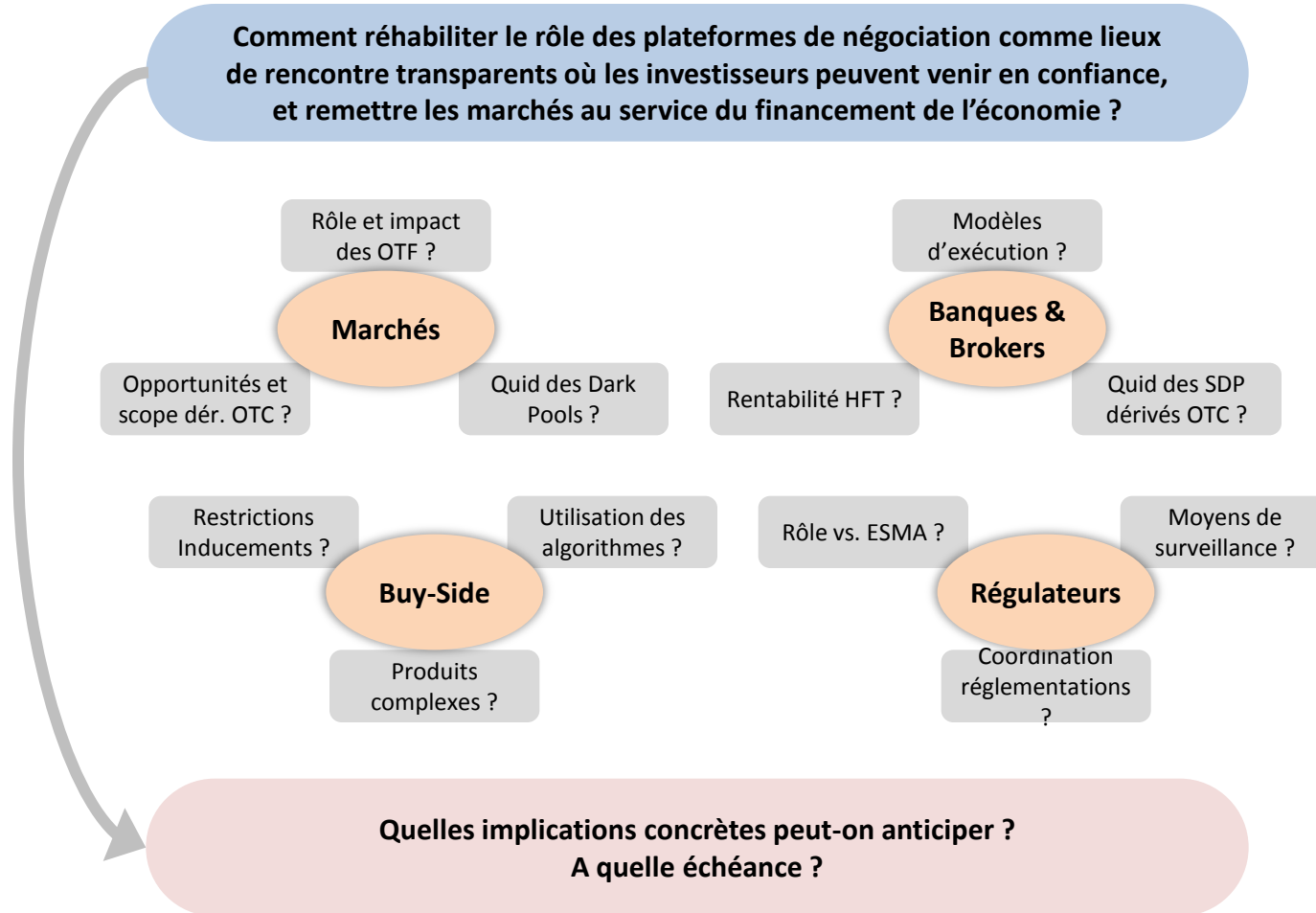
0,10

MTFs

Périmètre valeurs : FR / NL / BE / PT / UK / GE / IT
Sources : CA Cheuvreux, Equinox Consulting – 2011

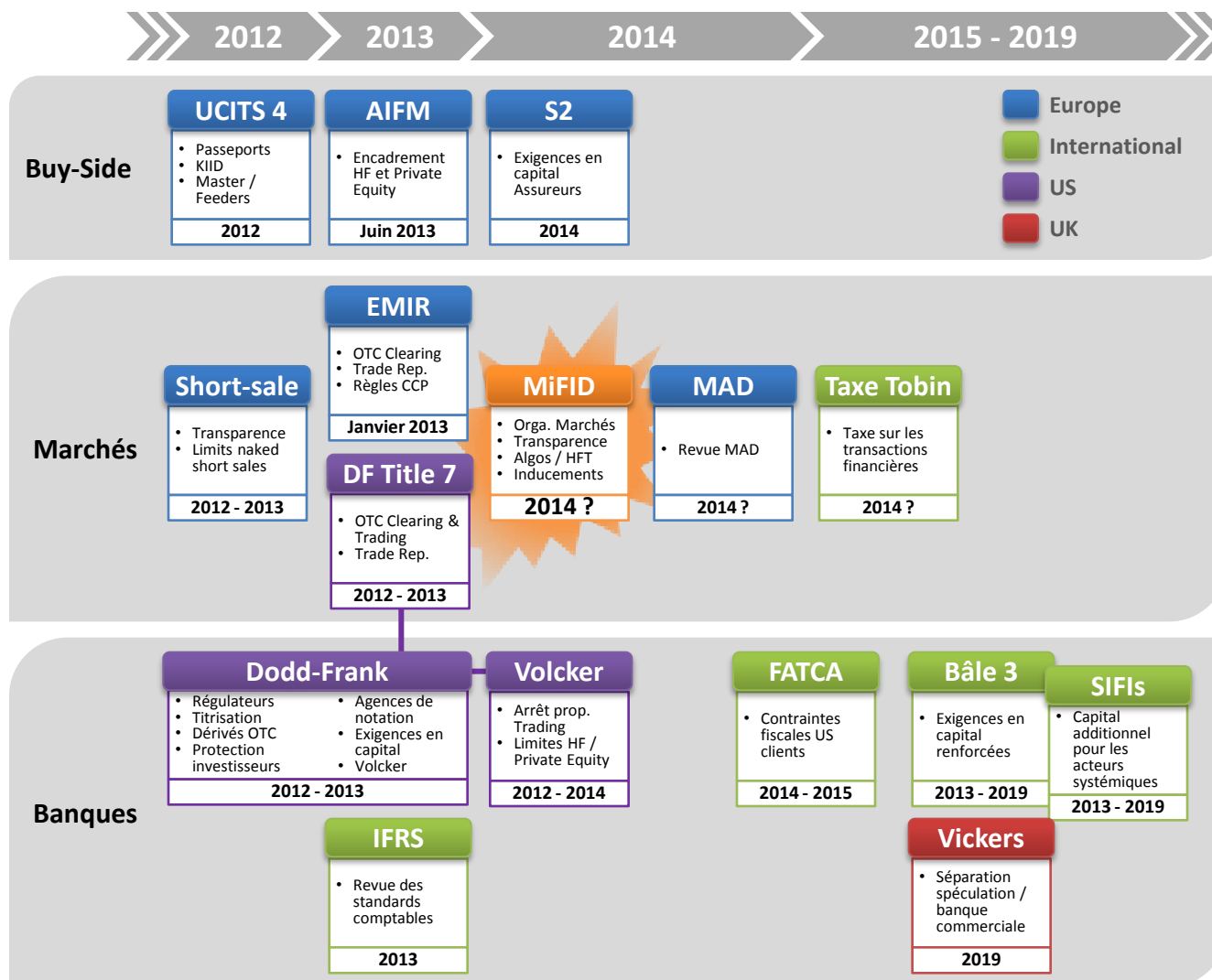
Conclusion

Beaucoup de questions en suspens...



Conclusion

... et une avalanche réglementaire délicate à coordonner



Merci de votre attention



JEAN-FRANCOIS RIGAL

Directeur Général

Tél : 01 53 43 06 42 - 06 29 96 57 31

@ : jfrigal@equinox-consulting.com



GASPARD BONIN

Directeur Associé

Responsable des expertises Exécution / Négociation
et Compensation / Gestion de Collatéral

Tél : 01 53 43 06 48 - 06 27 31 07 76

@ : gbonin@equinox-consulting.com

TABLE RONDE

Les métiers titres au cœur de la réforme de la MIF : quels impacts attendus ?

Animée par **Jean de CASTRIES**, *Directeur Général*, **Cabinet Equinox Strategy**

Alain POCHET

Head of Clearing, Custody & Corporate Trust, **BNP Paribas Securities Services**

Christophe HEMON

Directeur Général, **LCH Clearnet SA**

Emmanuel de FOURNOUX

Directeur Infrastructures de marché, **AMAFI**

Eric de NEXON

Directeur des Relations de Place du Métier Titres, **Société Générale Securities Services**

Graham DICK

Head of business development, **CHI-X BATS Europe**

Fin de la conférence

www.afti.asso.fr