

Sommaire

Éditorial	1
<i>Marcel RONCIN, Président de l'AFTI</i>	
Introduction	2
<i>Augustin BOUJEKA, Maître de conférences en droit privé, Université Paris Ouest Nanterre La Défense</i>	
L'encadrement des infrastructures de marché en droit de l'Union européenne	2
<i>Antoine GAUDEMET, Agrégé des Facultés de Droit, Professeur de droit privé, Université Paris II - Panthéon-Assas</i>	
Les Organised Trading Facilities (OTF) : une réponse pertinente aux failles de la directive MIF I ?	5
<i>Arnaud REYGROBELLET, Professeur de droit privé, Université Paris Ouest Nanterre La Défense</i>	
Première table ronde Protection des investisseurs : vers une surprotection ? Comment s'y préparer ?	9
<i>Table ronde animée par Marie-Thérèse AYCARD, Associée, Ailancy. Intervenants : Dominique DE WIT, Secrétaire général, Crédit agricole titres, Didier DELEAGE, Global Chief Operating Officer, Edmond de Rothschild Asset Management (France), François de LARD, Secrétaire général, Société de bourse Gilbert Dupont, Anne-Cécile LUGAGNE-DELPON, Responsable adjointe Produits et Marchés, BNP Paribas Banque Privée France.</i>	
Seconde table ronde Structuration des marchés : dix-huit mois pour appréhender les nouveaux modèles	16
<i>Table ronde animée par Augustin BOUJEKA, Maître de conférences en droit privé, Université de Paris Ouest Nanterre La Défense. Intervenants : Stéphane GIORDANO, Président, AMAFI, Gaspard BONIN, Global Head of Derivatives Clearing Services, BNP Paribas Securities Services UK, Christian SIMONET, Director European Affairs and Regulation, Euronext, Antoine GAUDEMET, Agrégé des Facultés de Droit, Professeur de droit privé, Université Paris II Panthéon-Assas.</i>	

LES RÉFORMES DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE DANS L'UNION EUROPÉENNE APRÈS LA CRISE

Infrastructures de marché, instruments financiers et protection des investisseurs après MIFID II / MIFIR

En partenariat avec



Éditorial

Ce cycle de conférences « Les réformes de la régulation financière dans l'Union européenne après la crise » a été inauguré avec le Centre d'études juridiques européennes et comparées (CEJEC) en mars 2015.

La Commission européenne a été élue à l'automne 2014 pour relancer la croissance et l'emploi. Cela veut dire concrètement que les services financiers vont continuer à jouer un rôle central dans la politique générale de la Commission européenne, comme ils l'ont fait pendant l'ancienne législature.

Nous sommes aujourd'hui à la croisée des chemins : nous ne sommes plus dans la crise, mais nous ne sommes pas encore définitivement dans une situation post-crise, la croissance n'étant toujours pas là.

Aussi, la Commission doit-elle changer de logiciel : la recherche de la stabilité est remplacée par une démarche volontariste en faveur d'une allocation optimale des capitaux en Europe au service de cette croissance.

Il s'agit là d'une véritable révolution qui va se traduire progressivement par la mise en œuvre des textes adoptés pendant la crise, l'achèvement des derniers travaux législatifs engagés par la précédente Commission, l'évaluation des textes mis en œuvre pour vérifier l'impact réel sur l'industrie financière, et finalement le lancement des chantiers de cette nouvelle législature, l'Union des marchés de capitaux, qui devront accompagner et soutenir la recherche de la croissance.

La nouvelle directive et le règlement sur les Marchés d'instruments financiers (MIFID II / MIFIR) ont été publiés le 12 juin 2014, avec une date d'application prévue le 3 janvier 2017. Ces deux textes ont notamment pour objet :

- de faire fortement avancer la transparence et la structure des marchés en élargissant très sensiblement le champ des instruments concernés par rapport à la Directive MIF I, elle-même entrée en vigueur le premier novembre 2007, au moment où la crise financière commençait à produire ses premiers effets ;
- de renforcer la protection des investisseurs, par la recherche d'une meilleure information et la prévention des conflits d'intérêts et d'étendre le pouvoir des régulateurs.

Ainsi, le champ d'action de MIFID II / MIFIR est-il sensiblement plus large que celui couvert par MIF I. Les nouveaux textes sont très denses et comprennent de nombreuses mesures de niveau 2.

Cette profonde réforme, qui couvre en fait le champ d'action de plusieurs directives, est très ambitieuse et très impliquante pour le post-marché. La préparation dans les établissements est en cours et le temps est compté : dix-neuf mois nous séparent de son entrée en vigueur. ■

Marcel Roncin
Président de l'AFTI

Introduction

Augustin Boujeka

Maître de conférences en droit privé,

**UNIVERSITÉ PARIS OUEST NANTERRE
LA DÉFENSE**

Le Centre d'études juridiques européennes et comparées (CEJEC) est vraiment enthousiaste d'avoir pu créer ce cycle de conférences avec le monde professionnel de la finance et de la banque, grâce au partenariat avec l'Association française des professionnels des titres (AFTI), initié par son président Marcel Roncin et sa déléguée générale Karima Lachgar. Les universitaires sont toujours très demandeurs de ce type de rencontres.

C'est un lieu commun que de dire que nous avons été asphyxiés de textes de droit de

l'Union européenne : le Règlement européen EMIR (European Market and Infrastructure Regulation), la Directive et le Règlement sur les exigences de fonds propres (CRR/CRD IV) mais surtout la Directive et le Règlement sur les marchés d'instruments financiers (MiFID et MiFIR). Alors qu'on aurait pu s'attendre à une pause réglementaire, ces textes ne sont pas encore complètement transposés que s'annonce l'Union des marchés de capitaux (CMU). Il s'agit là d'un trait du droit de l'Union européenne que d'être en perpétuel chantier. ■

L'encadrement des infrastructures de marché en droit de l'Union européenne

Antoine Gaudemet

Agrégé des Facultés de Droit,

Professeur de droit privé,

**UNIVERSITÉ PARIS II - PANTHÉON-
ASSAS**

Depuis plusieurs années, on se représente l'activité financière en « système ». Notamment parce que cette activité s'accomplit de plus en plus sur des « infrastructures » que l'on définit globalement par leurs fonctions.

Celles-ci peuvent être :

- **de paiement** : ce sont les « systèmes de paiement », qui permettent d'échanger des sommes d'argent entre leurs participants, comme le système « Target 2 » dans la zone euro ;
- **de règlement de titres** : ce sont les « systèmes de règlement/livraison », qui permettent d'échanger des titres entre leurs participants, comme le système « ESES » pour les titres négociés sur Euronext ;
- **de compensation** : ce sont les « chambres de compensation », qui permettent d'interposer une contrepartie centrale dans l'exécution des contrats financiers, comme

« LCH.Clearnet SA » pour les contrats dérivés négociés sur Euronext ;

- **d'enregistrement** : ce sont les « dépositaires centraux », qui permettent de garantir que le nombre de titres en circulation est égal au nombre de titres émis, comme « Euroclear » en France, et, désormais, les « référentiels centraux », qui permettent d'enregistrer les transactions financières intervenues à des fins de supervision.

Ces infrastructures se composent d'un système informatique et d'un corps de règles et de procédures applicables à leurs participants.

Elles ont en commun d'offrir à leurs participants un système centralisé qui leur permet de procéder – entre eux ou avec une contrepartie centrale – au paiement de sommes d'argent, au règlement de titres, à la compensation de contrats financiers ou à l'enregistrement de transactions financières.

Cette centralisation est recherchée pour ses avantages :

- elle réduit les coûts, en permettant d'organiser une « compensation multilatérale » des engagements des participants ;

- elle réduit les risques, en permettant à la contrepartie centrale de sélectionner les participants et d'exiger d'eux la constitution de garanties adaptées ;
- elle accroît la transparence, en permettant à la contrepartie centrale d'avoir connaissance des engagements des participants et de transmettre cette connaissance aux autorités de régulation à des fins de supervision.

En un mot, les infrastructures sont un instrument essentiel de stabilité financière.

C'est d'ailleurs ce qui a conduit à étendre leur emprise aux contrats dérivés négociés de gré à gré, en imposant leur compensation par contrepartie centrale et leur enregistrement par un référentiel central.

Mais cette centralisation est aussi une source évidente de risque car elle accroît les interdépendances entre les participants et à l'égard des infrastructures et elle concentre les risques sur les infrastructures, qui deviennent des foyers et des canaux de risque de système d'autant plus que les infrastructures se caractérisent par une diversité d'organisation et de conception d'une juridiction à une autre.

L'encadrement des infrastructures de marché en droit de l'Union européenne

Elles peuvent, en effet, prendre la forme de société commerciale, d'établissement bancaire ou de regroupement d'établissements bancaires, elles peuvent appartenir au secteur privé ou au secteur public et être soumises ou non à un agrément et régulées de manière différente.

Même lorsqu'elles exercent la même fonction, cette fonction peut être conçue de manière différente : les systèmes de paiement peuvent opérer en règlement brut en temps réel ou en règlement net différé ; les systèmes de règlement/livraison peuvent échanger les titres franco de paiement ou contre paiement, de manière révocable ou irrévocable ; les chambres de compensation peuvent accepter ou non certaines catégories d'actifs en garantie, permettre ou non la réutilisation de ces actifs ; les dépositaires centraux peuvent détenir les titres sous forme physique ou dématérialisée, opérer dans un système de détention directe ou indirecte.

Cette diversité ajoute au risque. Pour y remédier, il faut donc identifier des principes communs applicables aux infrastructures dans toutes les juridictions qui assurent à la fois l'efficacité et la robustesse des infrastructures :

- l'efficacité des infrastructures, c'est-à-dire leur aptitude à produire les avantages que l'on en attend : réduction des coûts, réduction des risques et accroissement de la transparence ;
- la robustesse des infrastructures, c'est-à-dire leur aptitude à résister à des situations exceptionnelles de marché, à des situations de « stress ».

C'est à quoi s'emploient, depuis plusieurs années déjà, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CPSS/IOSCO).

Ces comités ont publié des principes et des recommandations, successivement sur les systèmes de paiement, les systèmes de règlement de titres et les contreparties centrales.

Ces principes et recommandations ont globalement démontré leur efficacité lors de la crise financière de 2008 puisque, à cette occasion

aucune infrastructure n'a été défaillante, au contraire, toutes les infrastructures sont parvenues à absorber les perturbations, liées en particulier à la faillite de Lehman Brothers, et ont contribué par leur « résilience » à restaurer la confiance dans le système financier, tandis que le marché des dérivés négociés de gré à gré, pour lequel il n'existait pas d'infrastructures, s'est révélé le plus vulnérable.

Néanmoins, il fallait se garder d'un excès de confiance. En effet, la crise a révélé certains problèmes particuliers, liés notamment à la gestion du risque de liquidité, à la rareté des garanties de qualité et à la procyclicité inhérente au fonctionnement de certaines infrastructures. Par ailleurs, le soutien du secteur public aux établissements financiers a pu contribuer également à la résilience des infrastructures alors que l'utilisation des dérivés négociés de gré à gré, dans le cadre de la mise en œuvre du Dodd-Frank Act et du règlement EMIR.

C'est pourquoi CPSS et IOSCO ont décidé de revoir et d'actualiser l'ensemble des principes et recommandations applicables aux infrastructures.

Ils ont publié, en 2012, des « Principes pour les infrastructures de marchés financiers ». La plupart de ces principes concernent tous les types d'infrastructures.

Ainsi, toutes les infrastructures doivent avoir une base juridique valide, une gouvernance adaptée et un cadre solide de gestion des risques renforcé s'agissant du risque de crédit, du risque de liquidité et du risque d'activité.

Les infrastructures doivent également être en mesure de gérer leur exposition au risque de crédit sur leurs participants ou les affiliés de ceux-ci, ce qui leur impose de disposer des ressources nécessaires pour faire face au défaut de deux participants ou de leurs affiliés, de n'accepter que certains actifs en garantie, avec des décotes et des limites de concentration, et de disposer d'un système d'appel de marges régulier.

Semblablement, toutes les infrastructures doivent être en mesure de gérer leur exposi-

tion au risque de liquidité, ce qui leur impose, cette fois, de disposer des ressources nécessaires dans les devises concernées pour honorer leurs obligations de paiement intrajournalières, journalières et au-delà, en cas de défaut de deux participants ou de leurs affiliés. Enfin, toutes les infrastructures doivent être en mesure de gérer leur exposition au risque d'activité, c'est-à-dire disposer de suffisamment d'actifs nets liquides disponibles pour couvrir leurs pertes d'activité et assurer la continuité de leurs services.

D'autres principes concernent certains types d'infrastructures. Ainsi, les systèmes de paiement et de règlement de titres doivent assurer un paiement ou un règlement définitif au plus tard en date de valeur, les dépositaires centraux doivent assurer l'intégrité des émissions de titres et les chambres de compensation doivent assurer la ségrégation et la portabilité des positions ouvertes par leurs participants et des garanties qui leur sont attachées.

Ces principes, aussi nécessaires soient-ils, ont cependant des limites.

D'abord, ils fixent uniquement des objectifs à atteindre, et non les moyens d'atteindre ces objectifs, ce qui autorise des différences de mise en œuvre entre les juridictions et crée des possibilités d'arbitrage réglementaire, en particulier si une juridiction ne soumet pas certaines catégories de dérivés négociés de gré à gré à une obligation de compensation par contrepartie centrale, les opérateurs pourront être incités à conclure ces dérivés dans cette juridiction plutôt que dans une autre plus stricte. De même, si une juridiction accepte certaines catégories d'actifs en garantie et permet la réutilisation de ces actifs, les opérateurs pourront être incités à compenser leurs contrats financiers dans cette juridiction plutôt que dans une autre plus stricte.

Le risque s'est concrétisé en particulier pour les contrats d'option sur actions, dans la mise en œuvre du Dodd-Frank Act et du règlement EMIR.

Ensuite, ces principes doivent s'inscrire dans un cadre de régulation efficace. Pour cette raison, ils sont suivis d'un certain nombre de « responsabilités », qui incombent aux autorités nationales et internationales de régula-

L'encadrement des infrastructures de marché en droit de l'Union européenne

tion lesquelles doivent assurer une régulation, un contrôle et une surveillance efficaces des infrastructures qui se situent dans leur juridiction et disposer des pouvoirs et des ressources nécessaires à cet effet.

L'une de ces responsabilités est particulièrement importante et, en même temps, particulièrement délicate : celle qui enjoint aux autorités de régulation de coopérer et de se coordonner, afin d'éviter que les infrastructures soient soumises à des cumuls, voire à des conflits de règles différentes qui diminuent leur efficacité.

Cette responsabilité invite les autorités de régulation à reconnaître l'équivalence des législations étrangères, en s'accordant mutuellement confiance : c'est la « substituted compliance ». Toutefois, cette invitation à la « substituted compliance » est plus ou moins bien reçue selon les juridictions.

En particulier, le règlement EMIR permet de reconnaître l'équivalence des « Derivatives Clearing Organizations » enregistrées aux États-Unis et dans l'Union européenne, tandis que le Dodd-Frank Act exige des contreparties centrales agréées dans l'UE qu'elles s'enregistrent également aux États-Unis en qualité de « Derivatives Clearing Organizations ».

Enfin, les principes de CPSS/IOSCO visent uniquement à assurer le fonctionnement régulier des infrastructures en temps normal et en période de « stress » sur les marchés. Dans certaines situations de marché exceptionnelles, il se peut aussi qu'une infrastructure ne soit plus en mesure de poursuivre son exploitation ou devienne insolvable : le risque que sa défaillance se communique aux autres infrastructures et à leurs participants, partant au système financier tout entier, est alors particulièrement élevé.

Pour l'éviter, il est nécessaire de compléter les principes applicables aux infrastructures par un cadre de résolution qui permette le redressement de l'infrastructure défaillante, de manière à assurer la continuité de ses services essentiels, ou, à défaut, la cessation ordonnée des activités de l'infrastructure défaillante, en transférant ses services essentiels à une autre infrastructure ; le tout, en sollicitant les finances publiques le moins possible.

Ce cadre de résolution a été défini par le Conseil de stabilité financière et complété par un rapport de CPSS/IOSCO.

Il repose sur l'adoption par les infrastructures de « plans de résolution », de manière à anticiper l'éventualité de leur défaillance, et sur l'attribution aux autorités de régulation de pouvoirs exceptionnels de résolution. Il a été mis en œuvre, dans l'Union européenne, par une directive et même, sans attendre l'adoption de cette directive, par plusieurs États membres, dont la France.

Là aussi, cependant, la coordination et la coopération des autorités de régulation sont des questions délicates, surtout pour ce qui concerne l'exercice de leurs pouvoirs de résolution à l'égard des infrastructures de dimension mondiale : systèmes de paiement de gros montant, dépositaires centraux de titres et chambres de compensation pour certaines catégories de contrats financiers.

On a suggéré, à ce sujet, la création d'une autorité mondiale de résolution ce qui m'amène à quelques observations conclusives.

Nous assistons, à l'heure actuelle, à un mouvement d'institutionnalisation du système financier, porté par l'informatique, inédit dans l'histoire. Le système financier a fauté, parce qu'il était en partie invisible et donc incomplètement régulé. Il s'agit qu'il soit visible désormais – idéalement que toutes les transactions soient exécutées sur des infrastructures – pour qu'il puisse être complètement régulé.

Sur le plan philosophique, on passe d'une représentation du marché financier dans une autre : originairement, le marché financier était conçu uniquement comme le lieu du contrat, de la rencontre d'intérêts antagonistes, indépendamment de toute idée de finalité : c'était le marché selon Hayek¹, qui produit un ordre « spontané », indépendant de toute considération morale.

Désormais, le marché financier se voit réassigner une finalité : il doit contribuer au financement de l'économie « réelle » et ne pas la détériorer ; l'objectif d'efficacité des marchés financiers est mis en balance avec l'objectif de stabilité des marchés financiers.

Sur le plan juridique, on passe d'une logique de droit privé dans une logique de droit public. Le système financier s'institutionnalise. Il ne tolère plus les échanges de l'ombre, les « dark pools ». Les transactions financières doivent impérativement être exécutées sur des infrastructures, lesquelles doivent impérativement être agréées par les autorités de régulation et qui sont elles-mêmes investies de prérogatives déléguées de la puissance publique pour sélectionner leurs participants et édicter une partie des règles et procédures qu'elles leur appliquent.

Les infrastructures deviennent « essentielles », au sens du droit de la concurrence, et elles doivent, en conséquence, garantir un accès non discriminatoire et une continuité d'exploitation à leurs usagers, comme un service public.

Cette impérativité repose sur un objectif, qui accède désormais au rang de l'ordre public : la stabilité financière. ■

1 Friedrich HAYEK (1899-1992) philosophe, économiste. Prix Nobel d'Économie 1974.

Les Organised Trading Facilities (OTF) : une réponse pertinente aux failles de la directive MIF I ?

Arnaud Reygrobellet

Professeur de droit privé,

UNIVERSITÉ PARIS OUEST NANTERRE
LA DÉFENSE

Tout le monde sait les insuffisances de la première mouture de la directive « marché d'instruments financiers ».

Très rapidement, à peine le nouveau dispositif était-il mis en place, nous nous sommes rendu compte que la construction avait quelques failles ou laissait échapper quelques fuites, selon qu'on préférera la métaphore géologique ou domestique.

Les maux sont connus : une fragmentation de la liquidité et une moindre transparence, les causes aussi.

Sollicitant habilement les dérogations admises à l'obligation de transparence prénégociation, des bassins de liquidité opaque sont apparus. *Dark pools* d'abord mis en place par les MTF et les marchés réglementés, puis développés par différents *crossing networks*. Pour quelles conséquences ?

Certes, l'objectif de promouvoir une réelle concurrence entre opérateurs a effectivement été atteint. Les systèmes alternatifs ont conquis près de 25 % du marché. La réforme a donc été, de ce point de vue, un succès. Mais le bilan s'avère, à d'autres égards, bien moins positif. Non seulement la mise en concurrence n'a apporté aucun gain appréciable en termes de baisse du coût des transactions, mais, plus grave, elle a induit une réelle opacité dans les mécanismes de formation du prix et, plus globalement, le processus de négociation des titres.

S'agissant du coût de la prestation de négociation, il faut sans doute nuancer. Il n'en reste pas moins vrai que les coûts globaux de recherche et d'exécution au meilleur prix ont augmenté.

Quant aux émetteurs, certains d'entre eux ont fait observer que la multiplication des plateformes de négociation complique le suivi des mouvements de leurs titres au point de les mettre en difficulté pour respecter leurs obligations d'information à l'égard de l'AMF. La crise venue, il était devenu impératif de remanier le dispositif dans sa globalité pour en renforcer la stabilité, alors même qu'il n'était pas certain que tout risque de crise systémique soit écarté.

Dans cette perspective, le législateur communautaire pouvait jouer sur l'un et/ou l'autre des deux piliers sur lesquels reposait la construction : le principe de concurrence, mis en avant en 2004 ; le principe de transparence, principe directeur du droit des marchés financiers.

Il convenait d'abord de renforcer encore les obligations de transparence, singulièrement de la transparence prénégociation. Ou plutôt, d'étendre le champ de la transparence prénégociation : de l'étendre à tous les lieux d'exécution d'une part ; aux autres instruments financiers que les actions cotées d'autre part. Ce qui a été fait.

En revanche, fort opportunément, les dérogations classiques à ces obligations de transparence prénégociation ont été maintenues et même raffinées puisqu'il s'agit désormais de discriminer entre le régime des actions, pour lesquelles on retrouve les trois exemptions préexistantes et le régime plus complexe applicable aux obligations et dérivés. Le considérant 13 du Règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers énonce ainsi « *qu'un régime de dérogations aux obligations de transparence prénégociation est nécessaire pour contribuer au bon fonctionnement des marchés* ».

Quant au postulat d'une nécessaire compétition entre les divers lieux d'exécution, il était à l'évidence peu envisageable de le remettre frontalement en cause. C'eût été revenir à l'antique obligation de concentration des ordres, que n'ont jamais appliquée certains pays, la Grande-Bretagne notamment.

Pour ces pays, le moteur du marché est la concurrence autant que la transparence. Pas de remise en cause donc, mais une meilleure organisation des conditions de cette concurrence, pour faire en sorte que les différents acteurs jouent, sinon à armes égales, du moins sur des bases non faussées.

C'est dans ce contexte partiellement renouvelé que la directive et le règlement du 15 mai 2014 ont créé, de toutes pièces, une nouvelle plateforme de négociation multilatérale : l'OTF pour *Organised trading facility*, ou si l'on veut en français système organisé de négociation.

La création des OTF participe de l'un et l'autre des axes forts de la réforme, qui viennent d'être schématiquement exposés.

L'OTF se présente comme un nouveau compétiteur venant offrir aux investisseurs des solutions alternatives au regard des autres lieux d'exécution existants, que sont les marchés réglementés, les MTF et les internalisateurs systématiques. Mais un compétiteur doté d'un statut rigoureux et soumis à une série de contraintes exigeantes, structurelles et fonctionnelles, afin de ne pas fausser le jeu de la concurrence.

En particulier, les OTF sont l'un des instruments juridiques sur lesquels s'appuient les auteurs de la réforme pour parfaire la transparence. Dit autrement, les OTF sont soumis aux obligations de transparence pré et post-négociation, telles qu'elles ont été redessinées par les textes, et ce, avec le même niveau d'exigence que celui imposé aux marchés réglementés ou aux MTF.

Dès lors, plus de risque de fuite de la liquidité en dehors des plateformes régulées ? Plus

Les Organised Trading Facilities (OTF) : une réponse pertinente aux failles de la directive MIF I ?

d'atteinte au principe de concurrence non faussée ? L'émergence des OTF serait-elle une réponse pertinente aux failles et aux fuites ? Il est bien difficile de se prononcer à ce stade et tant qu'on n'aura pas vu fonctionner le nouveau dispositif, surtout pour un universitaire qui n'est que très indirectement confronté à la réalité des pratiques.

On peut toutefois tenter d'examiner si la construction répond aux ambitions affichées par ses promoteurs. Plus précisément, il s'agit de mesurer la pertinence du statut conféré aux OTF au regard du but poursuivi.

Ce statut repose sur l'articulation de deux volets complémentaires. A été mise en place d'un côté, une régulation structurelle ; et, d'un autre côté, une régulation fonctionnelle.

Qu'en est-il tout d'abord de la régulation structurelle ?

Envisagée sous l'angle purement structurel, la définition des OTF est ainsi libellée : un système organisé de négociation désigne « *tout système ou dispositif, autre qu'un marché réglementé ou un MTF, [...] au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers [...], peuvent interagir d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats* ».

À lire le considérant 8 du règlement, la nouvelle catégorie a été « définie de manière large, afin de pouvoir englober toutes les formes organisées, existantes ou à venir, d'exécution et de négociation ne correspondant pas aux fonctionnalités ou aux spécifications réglementaires des plateformes existantes ». L'approche est donc à la fois très ambitieuse, mais aussi très limitée car la vocation des OTF est conçue, dès le départ, comme résiduelle.

Techniquement, le corpus normatif auquel les OTF sont assujettis repose sur deux séries d'exigences : un agrégat de règles encadrant minutieusement la structure originale de cette plateforme ; la qualification de service d'investissement donnée à l'exploitation d'un OTF.

Une plateforme originale

Bien que le texte ne l'indique pas clairement, la définition qu'il donne doit être lue non seulement en contemplation de celles qui identifient les plateformes multilatérales classiques, mais aussi au regard de celles qui caractérisent l'internalisation systématique.

Deux originalités apparaissent alors du côté de l'OTF : à la différence des internalisateurs systématiques, il s'agit d'une plateforme multilatérale, mais faiblement multilatérale. À la différence des plateformes classiques, le législateur accepte et même impose que le fonctionnement de l'OTF puisse, sous certaines conditions, procéder d'une décision discrétionnaire de l'opérateur.

Une plateforme faiblement multilatérale

D'abord, l'OTF n'est pas internalisateur systématique car il est conçu comme une plateforme multilatérale. Pour conforter cette dimension, la directive dispose que « *les États membres exigent [...] des OTF qu'ils aient au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs, chacun d'eux ayant la possibilité d'interagir avec tous les autres en matière de formation des prix* ».

Il est logique que ce seuil ait été imposé car, en deçà, on basculerait dans un marché qui ressemblerait fort à des transactions sur une base bilatérale qui sont l'apanage des internalisateurs systématiques. Néanmoins, le seuil retenu apparaît dérisoirement bas.

On en comprend la raison puisque l'ambition est de faire endosser le statut d'OTF aux *crossing networks*, et par ce biais de réguler leur activité. Mais il est troublant de relever que le même seuil est exigé par le même texte à l'endroit des MTF.

Voilà un premier élément qui invite à douter, peut-être, de la spécificité, donc de l'utilité des OTF. En revanche, cette spécificité semble évidente lorsque l'on considère que les OTF peuvent et même doivent fonctionner sur un mode partiellement discrétionnaire.

Une plateforme fonctionnant avec une certaine discrétion

Une des originalités remarquables des OTF tient ainsi au fait qu'il n'est pas exigé que les règles de la plateforme soient non discrétionnaires. Mieux même, il est prescrit que « *les États membres exigent que l'exécution des ordres sur un OTF s'effectue dans un cadre discrétionnaire* ». C'est l'inverse pour les MTF et plus encore les marchés réglementés.

Il faut toutefois préciser la portée de la discrétion dont dispose l'opérateur de l'OTF.

De fait, si l'opérateur d'un OTF se voit reconnaître une discrétion dans l'exécution des ordres, la latitude dont l'opérateur dispose doit être doublement nuancée. D'abord, la directive encadre assez strictement les possibilités d'exécution discrétionnaire des ordres. Ensuite, s'il existe un certain pouvoir discrétionnaire pour ce qui relève de l'exécution des ordres, l'accès au système doit se faire selon « *des règles transparentes et non discriminatoires, sur la base de critères objectifs* ». Pas de discrétion donc s'agissant de l'accès au système.

Au résultat, il apparaît là encore que la spécificité des OTF est moins grande qu'on pouvait le penser initialement. Car, s'agissant des conditions d'accès à la plateforme, le législateur leur a, ni plus ni moins étendu une contrainte qui valait et vaut toujours pour les MTF.

Autre parenté, voulue bien sûr, avec les MTF : le recours à la qualification de service d'investissement, certes un service atypique, et les incidences subséquentes qui s'y attachent.

Un service d'investissement atypique

Selon une démarche classique en matière financière, dès lors qu'il s'agit de mettre en place un encadrement strict autour d'une activité, la gestion des OTF est érigée en service d'investissement.

Les Organised Trading Facilities (OTF) : une réponse pertinente aux failles de la directive MIF I ?

En conséquence, l'opérateur de l'OTF devra solliciter un agrément spécifique, sauf s'il exploite par ailleurs un marché réglementé. Mais cet agrément sera délivré du bout des lèvres et sous réserve que l'autonomie de l'OTF soit scrupuleusement respectée.

Un agrément à contrecœur

Un des paradoxes le plus frappant de la construction est que le législateur tout à la fois incite les anciens *crossing networks* à endosser le statut d'OTF, mais ne consent qu'à regret à leur délivrer un agrément.

On a déjà indiqué que la définition de l'OTF a été conçue pour réserver cette qualification à des hypothèses résiduelles. Cette défiance, un peu étonnante, se manifeste plus nettement encore dans le texte qui explicite la demande d'agrément. L'article 20.7 de la directive indique que « *l'autorité compétente peut exiger, lorsqu'une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché demande un agrément en vue de l'exploitation d'un OTF ou ponctuellement, une explication détaillée indiquant pourquoi le système ne correspond pas à un marché réglementé, un MTF ou un internalisateur systématique et ne peut fonctionner selon l'un de ces modèles* ».

Il est pour le moins paradoxal d'avoir créé une qualification nouvelle avec la volonté de s'en servir le moins possible, voire, dans l'idéal, jamais. Surtout au regard de la volonté de faire entrer les *crossing networks* dans le cercle de la concurrence vertueuse.

Une autonomie impérative de l'OTF

Nouvelle preuve de la méfiance extrême à l'égard des OTF : le législateur a souhaité assurer l'autonomie totale d'un OTF en tant que plateforme multilatérale soumise à un statut spécifique. L'intention n'encourt évidemment pas la critique sur le principe ; mais la mise en œuvre du principe manque de nuance.

Deux séries de règles sont ici à examiner. D'une part, la directive s'attache à faire en sorte qu'il n'y ait aucune interaction possible des ordres sur un OTF et des ordres ou des prix sur un internalisateur systématique. De

même, il est prescrit qu'aucune interaction ne soit permise entre les ordres exécutés sur différents OTF. À cette fin, l'article 20.4 dispose qu'un OTF ne peut être lié ni à un internalisateur systématique ni à un autre OTF.

Ces exigences sont légitimes. Il s'agit d'éviter que les opérateurs transgressent les règles posées, mais le souci de veiller à l'autonomie de l'OTF a été au-delà. Le même article 20.4 interdit radicalement que la même entité juridique exploite un OTF et un internalisateur systématique. La crainte est celle de voir apparaître de possibles conflits d'intérêts qui pourraient porter préjudice aux investisseurs. Pourtant, comme un praticien l'a justement remarqué, cette interdiction sans nuance est contestable. De fait, il existe de nombreuses situations dans lesquelles aucun conflit d'intérêts ne sera à redouter alors pourtant que la même personne morale serait gestionnaire des deux systèmes.

La conséquence de cette règle mal calibrée est évidente : les établissements concernés seront contraints de créer des filiales dédiées même dans des situations dans lesquelles aucun conflit d'intérêts potentiel n'existe. Ce qui pourrait constituer un obstacle non secondaire dans la décision de mettre en place un OTF.

Si donc, d'un point de vue structurel, l'architecture des OTF n'est pas entièrement convaincante, qu'en est-il de la dimension fonctionnelle ?

Du point de vue de leur activité, la réglementation mise en place combine deux idées centrales.

D'abord, le champ de compétence des OTF a été assez strictement circonscrit. Ensuite, le législateur a fait en sorte que le fonctionnement de l'OTF ne fasse apparaître aucun conflit d'intérêts entre l'opérateur et ses clients ; en foi de quoi, une stricte neutralité est exigée de cet opérateur.

Voyons d'abord ce qu'il est du champ de compétence dévolu aux OTF.

Un champ de compétence limité

L'idée de départ de la Commission était très claire : il s'agissait de réguler les systèmes d'appariement interne aux banques, mais aussi, dans le même temps, d'organiser les échanges de produits dérivés OTC. À l'origine donc, les OTF devaient être en mesure de traiter, dans un cadre régulé, les actions et instruments assimilés.

Au cours des multiples discussions auxquelles le projet a donné lieu, le champ de compétence des OTF a été progressivement restreint pour n'englober « plus que » les obligations, les produits dérivés, les quotas d'émission et les produits structurés. Certes, il serait très exagéré de prétendre que le domaine dévolu aux OTF serait devenu ridiculement étroit.

Ceci étant, nonobstant le large spectre d'activités potentiellement ouvert aux OTF, il n'est pas interdit d'être peu convaincu par l'exclusion des actions et instruments assimilés.

Un tel rétrécissement du champ de compétence a été justifié, lors des travaux parlementaires, au regard des spécificités, pourtant très relatives, des OTF.

Or, à la réflexion, aucun des arguments invoqués ne paraît vraiment convaincant.

Il n'y a en effet aucune différence de régime entre les OTF et les MTF s'agissant des obligations de transparence prénégociation. Du reste, en ce domaine, le critère de différenciation des règles à suivre n'est pas lié au type de plateforme concernée. De fait, les règles posées, en particulier à l'article 8 du règlement, sont édictées à l'attention des « *opérateurs de marché et des entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation* ». En ce compris donc, les opérateurs d'OTF.

Les Organised Trading Facilities (OTF) : une réponse pertinente aux failles de la directive MIF I ?

En d'autres termes, les règles sont globalement identiques que la plateforme ait la nature de marché réglementé, de MTF ou d'OTF. Ce sont les internalisateurs systématiques qui font, ici, l'objet de dispositions partiellement spécifiques.

Quant aux dérogations à l'obligation de transparence prénégociation, singulièrement pour illiquidité du marché, elles valent aussi pour tous les lieux de négociation, y compris d'ailleurs pour les internalisateurs systématiques. En conséquence, la question essentielle de fragmentation de la liquidité sur le marché des actions n'a pu être réglée par la création des OTF. Elle a été appréhendée par d'autres règles. En particulier par la mise en place d'une forme atténuée de l'obligation de concentration des négociations, laquelle s'applique pour les actions admises aux négociations sur un marché réglementé ou négociées sur une plateforme de négociation.

Point de mention donc des OTF puisque leur compétence est exclue pour les actions et instruments assimilés. Mais on comprend d'autant moins l'exclusion des OTF, s'agissant de cette nouvelle obligation de négociation, si on considère leur nature avérée de plateformes multilatérales. Et on le comprend moins encore lorsqu'on constate que les internalisateurs systématiques, eux, sont directement impliqués dans la mise en œuvre de l'obligation de négociation incombant aux entreprises d'investissement.

Or, les OTF sont assujettis à un réquisit de neutralité dont la teneur est étroitement alignée sur les obligations incombant aux OTF, sous réserve toutefois de quelques assouplissements importants.

Le principe de neutralité

Point d'ancrage du principe de neutralité : les opérateurs des OTF ne peuvent utiliser leurs propres capitaux pour exécuter les ordres de leurs clients. On retrouve là une exigence fondamentale, qui gouverne aussi le fonctionnement des marchés réglementés et des MTF. Elle ne saurait donc être contestée.

En revanche a été finalement autorisée sur un OTF, non sans discussion, la « négociation par appariement avec interposition du compte propre ». Non sans discussion car certains praticiens jugent qu'il y a là, en réalité, du trading pour compte propre déguisé. Du reste, cette façon de faire est strictement prohibée pour un MTF.

De quoi s'agit-il ? Est visée une transaction dans le cadre de laquelle l'opérateur, devenant « facilitateur », agit en tant qu'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur participant à la transaction de telle sorte que, pour cet opérateur, il n'y ait aucune exposition au risque de marché pendant toute la durée de l'exécution de la transaction.

L'opérateur n'est pas exposé au risque de marché. Certes. Ce qui justifie la dérogation. Néanmoins, il engage ses capitaux pour faciliter l'exécution d'opérations initiées par ses clients. Dès lors si cette possibilité n'entre pas frontalement en opposition avec le principe de l'interdiction de la négociation pour compte propre, elle vient en affaiblir la force en exposant l'opérateur à un risque commercial.

Par ailleurs, deux dérogations plus circonscrites sont apportées au principe général de neutralité pour remédier à des situations d'illiquidité.

La première concerne la plateforme elle-même. Afin d'apporter de la liquidité à l'OTF, le législateur admet que l'opérateur de marché exploitant un OTF puisse avoir recours à une autre entreprise d'investissement pour effectuer une tenue de marché sur cet OTF.

Une seconde dérogation a émergé sous la pression de certains États membres qui craignaient pour la liquidité du marché de leur dette souveraine. Aussi, la directive autorise-t-elle les opérateurs d'OTF à utiliser leur compte propre, sans restriction particulière, pour les instruments de dette souveraine pour lesquels il n'existe pas de marché liquide.

Preuve que, peut-être, contrairement à ce qui a pu être dit – il est vrai il y a bien longtemps –, l'ennemi des gouvernants n'est peut-être pas la finance.

En commençant, je m'étais posé la question de savoir si la création des OTF pouvait apparaître comme une réponse pertinente aux failles existant dans la réglementation issue de la directive MIF première version.

À partir du moment où la négociation des actions et instruments assimilés n'a pas été ouverte aux OTF et que, donc, la nouvelle obligation de concentration des ordres n'implique pas les OTF, à partir du moment aussi où les dérogations aux obligations de transparence prénégociation ont été opportunément maintenues, il me semble que la création des OTF n'était ni nécessaire, ni a fortiori suffisante pour régler les difficultés signalées.

En revanche, l'ajustement de la réglementation applicable aux internalisateurs systématiques apparaît, à cet égard, substantiellement plus efficace. Mais c'est là un autre débat. ■

Première table ronde Protection des investisseurs : vers une surprotection ? Comment s'y préparer ?

Table ronde animée par

Marie-Thérèse Aycard

Associée, AILANCY

Intervenants :

Dominique De Wit

Secrétaire général, CRÉDIT AGRICOLE TITRES

Didier Deleage

Global Chief Operating Officer, EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

François de Lard

Secrétaire général, SOCIÉTÉ DE BOURSE GILBERT DUPONT

Anne-Cécile Lugagne-Delpon

Responsable adjointe Produits et Marchés, BNP PARIBAS BANQUE PRIVÉE FRANCE

Marie-Thérèse Aycard

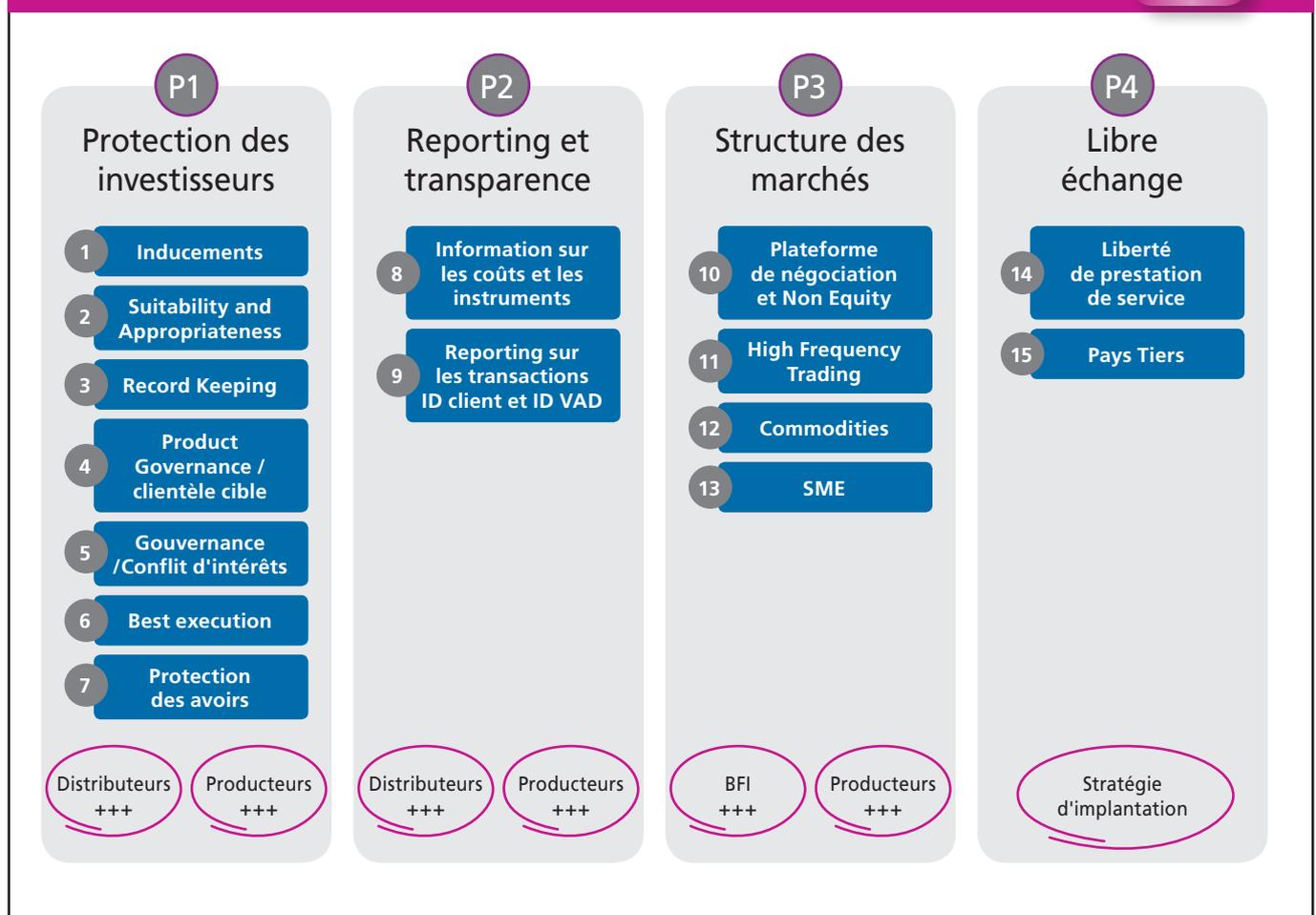
Chez Ailancy, on aime présenter la directive MIF II autour de quatre piliers : protection des investisseurs, reporting et transparence, structure des marchés, et enfin libre-échange.

Nous allons tout d'abord parcourir les thèmes principaux de notre pilier 1 (protection des investisseurs) puis nous aborderons ensuite ceux du pilier 2 (reporting et transparence).

Des impacts identifiés autour de quatre piliers



Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel



Première table ronde • Protection des investisseurs : vers une surprotection ? Comment s'y préparer ?

**Inducements:
un nouvel équilibre à trouver**

Pour commencer, nous allons évoquer le thème des *inducements* qui a certes fait couler beaucoup d'encre mais dont les règles sont aujourd'hui relativement bien comprises. Il subsiste cependant de véritables réflexions stratégiques à mener pour anticiper les évolutions d'un modèle bien établi que ces nouvelles règles vont bouleverser. Où en sont les réflexions dans la banque privée ?

Anne-Cécile Lugagne-Delpon

En effet, les règles sont assez claires même s'il reste encore certaines précisions à apporter lors des transpositions. En revanche, on n'a plus aucun doute sur la disparition des rétrocessions pour le conseil indépendant et la gestion sous mandat. On n'a plus aucun doute non plus sur la possibilité de maintenir ces rétrocessions pour le conseil dépendant sous réserve de pouvoir justifier d'un service de qualité, supérieur au minimum réglementaire.

La gestion financière est l'une des deux activités des banques privées avec la gestion de patrimoine. Selon les établissements, on estime la part de la gestion libre à 60 %, celle de la gestion sous mandat à 25 % et celle de la gestion conseillée à 15 %. L'enjeu concerne les 25 % représentant la gestion sous mandat qui va connaître une baisse de revenu liée à la disparition des rétrocessions. Pour compenser ces baisses de revenu certaines, les réflexions stratégiques portent sur une adaptation non seulement de notre offre mais aussi de nos tarifs. Nous avons aujourd'hui une part importante de nos encours investis en assurance-vie, celle-ci pourrait encore augmenter puisque l'assurance est exclue du champ d'application de la directive MIF II.

Une segmentation et une clarification des offres en matière de conseil s'imposent également. Notamment dans le cadre de la gestion libre qui ne faisait pas l'objet d'une tarification au sens propre du terme sur laquelle l'établissement était rémunéré via les rétrocessions. Des réflexions sur la valeur ajoutée du conseil pour conserver des rétrocessions dans le cadre du conseil indépendant sont à mener en parallèle.

Des effets induits doivent aussi être pris en considération comme le maintien du niveau de ces rétrocessions sur les fonds distribués dans le cadre du conseil. Cette question est adressée aux asset managers.

Ces réflexions stratégiques doivent s'appuyer sur ce qu'on a pu observer sur les marchés qui ont déjà connu des évolutions réglementaires significatives comme le Royaume-Uni ou les Pays-Bas. Au Royaume-Uni, on a assisté à une exclusion des petits clients du conseil et à un développement des plateformes. La hausse de la tarification a permis aux établissements de conserver leurs marges aux Pays-Bas.

Marie-Thérèse Aycard

Peut-on encore parler de « surprotection » des investisseurs lorsque les plus petits sont exclus du conseil comme aux Royaume-Uni ? Sur le thème des *inducements*, quelles sont les réflexions en cours chez les asset managers ?

Didier Deleage

Du côté des asset managers, on retrouve les mêmes sujets de réflexion. La directive MIF II constitue un ensemble assez hétéroclite de dispositions qui finalement ressemblent beaucoup à celles de la directive MIF I. Pour certaines d'entre elles et on y reviendra plus tard, les réponses apportées vont être d'ordre technique sans aucune dimension stratégique. En revanche pour les *inducements*, il s'agit là d'un véritablement changement pour certains acteurs qui appelle une réflexion stratégique et des réponses adaptées. Les asset managers sont moins impactés par ces dispositions. Néanmoins dans la mesure où leurs clients distributeurs sont impactés et réfléchissent à des évolutions de leur modèle, les asset managers ne sont pas exclus des réflexions stratégiques et sont obligés d'anticiper ces évolutions.

Fort heureusement, l'interdiction des rétrocessions ne concerne pas une partie de leur clientèle (clientèle institutionnelle). Ils ont en effet une part importante d'actifs distribuée via des contrats d'assurance-vie couverts par la directive intermédiation en assurance (dite DIA 2 ou MID 2) et non par la directive MIF II.

En revanche, une véritable réponse doit être apportée par les asset managers dont les clients sont soit des gestionnaires sous mandat, soit des conseillers indépendants. Pour cela, on doit bien évidemment s'inspirer de ce qui s'est passé au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Dans ce dernier pays où les rétrocessions ont été totalement interdites, les acteurs ont adapté leurs gammes en créant des parts sans commission avec une tarification adéquate et ce, sans impact majeur sur les volumes distribués. Dans la mesure où la directive MIF II prévoit une interdiction partielle des rétrocessions, on est face à une problématique plus compliquée en France où vont coexister dans un même environnement concurrentiel, des acteurs qui vont pouvoir continuer à percevoir des rétrocessions sous réserve d'une amélioration du service et des acteurs qui vont devoir trouver d'autres solutions, soit de tarification directe, soit d'internalisation d'une partie de la gestion.

L'adaptation des gammes de fonds va constituer le défi majeur pour les asset managers et plus encore pour ceux qui sont eux-mêmes filiales d'une banque. Faut-il créer une gamme pour l'interne et une autre pour l'externe ? Faut-il garder une seule gamme avec des classes de parts ? Et dans ce cas, qu'en est-il de l'étanchéité entre des parts chargées et des parts non chargées qui seraient in fine destinées à la même catégorie d'investisseurs ?

L'interdiction des rétrocessions pourrait également réduire les solutions d'architecture ouverte avec un risque pour les acteurs indépendants si les distributeurs se replient sur eux-mêmes. En l'absence de rétrocession, la sélection des asset managers en matière de fonds externes devra se faire sur la qualité du service offert, sur la performance des fonds voire sur d'autres éléments sur lesquels ils doivent réfléchir aujourd'hui pour adapter leur réponse et survivre demain dans un nouvel environnement concurrentiel.

Marie-Thérèse Aycard

Alors que le thème des *inducements* a longtemps été abordé sous l'angle rétrocession dans le monde des OPCVM, il convient également de comprendre et d'anticiper les évolutions à venir dans le monde de la recherche.

Première table ronde • Protection des investisseurs : vers une surprotection ? Comment s'y préparer ?

François de Lard

Pour cadrer le sujet, faisons un parallèle avec l'achat d'un bien de consommation. Si l'on me propose d'acquérir un véhicule en payant à part les frais qui ont été nécessaires pour décrire ses caractéristiques, ses performances et ses potentialités, il est clair que je vais essayer de négocier cette seconde partie, ce qui pourrait à terme conduire à une diminution de cet effort de recommandation et finalement à une baisse de visibilité du produit.

La recherche financière, dans le cadre de la directive MIF II et des mesures de niveau 2 à venir, est considérée comme un avantage en nature. L'idée sous-jacente est que l'analyse financière en tant que service d'investissement, doit avoir son propre équilibre économique, indépendamment des autres services. Il en découle un certain nombre de difficultés pour les gérants de portefeuilles. Pour avoir demain accès à la recherche financière, ces derniers devront soit en faire l'acquisition pour leur propre compte, quitte à en répercuter les coûts au travers des commissions de gestion, soit les imputer directement à leurs clients finaux, mais seulement dans le cadre d'un budget défini a priori, dont la consommation devra faire l'objet d'un suivi au fil de l'eau, et en en justifiant formellement le bénéfice pour le client.

Pour essayer d'envisager ce qui risque de se produire, on peut regarder ce qui s'est passé en 2007 avec la mise en place du dégroupage sous l'égide de l'Autorité des marchés financiers (AMF). À l'époque, l'objectif était déjà de dissocier la rémunération des services de recherche et celle des services d'exécution, pour favoriser non seulement la libre concurrence mais aussi l'émergence d'une recherche indépendante. On a alors assisté à une réelle pression sur les prix d'exécution avec l'arrivée de nouveaux acteurs notamment anglo-saxons. On a également vu l'émergence d'une recherche indépendante, avec un essor relativement limité. Mais le point important à souligner est une altération de la relation client-fournisseur qui existait entre les producteurs historiques d'analyse financière et leurs clients, avec une fragilisation importante de la rémunération de leurs services.

Quelques chiffres pour illustrer ce point : si l'on regarde, entre 2007 et aujourd'hui, sur la place de Paris, le nombre d'analystes par valeur ; pour les *Blue chips* c'est-à-dire les entreprises ayant une capitalisation boursière supérieure à un milliard d'euros, le nombre d'analystes financiers est resté stable, autour d'une quinzaine. Pour les valeurs moyennes c'est-à-dire celles dont la capitalisation boursière se situe entre 150 millions et un milliard d'euros, on constate une attrition de la recherche avec un nombre moyen d'analystes qui est passé de cinq à trois. Enfin pour les valeurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros, le nombre moyen est passé de 1,3 à 0,5. Alors certes, le dégroupage n'est pas le seul responsable, entre-temps, on a connu une crise des marchés financiers. Néanmoins, on peut imaginer ce qui pourrait se produire avec la mise en place de la directive MIF II : une distorsion encore plus importante de cette relation client-fournisseur, incluant un troisième acteur, le client final, qui pourra dire s'il est ou non satisfait de la « *best selection* » de recherche financière qui lui est proposée. On pourrait donc assister, d'une part, à une fragilisation accrue de la recherche sur les valeurs de moindre audience, à savoir les petites capitalisations, et d'autre part, à des difficultés pour les petites sociétés de gestion, soit organisationnelles, soit économiques, pour satisfaire aux nouvelles exigences attendues. Alors que peut-on faire ? Il reste dix-huit mois et il est donc urgent de réunir sous l'égide des associations professionnelles, les différents acteurs impliqués afin de réfléchir aux moyens à mettre en œuvre, au travers de modalités contractuelles, organisationnelles, d'outils de mesure de la « *best selection* », pour sauvegarder cette recherche, particulièrement sur les petites et moyennes capitalisations, c'est-à-dire pour les PME et ETI qui cherchent de plus en plus à se financer au travers des marchés de capitaux.

Didier Deleage

Je voudrais compléter les propos sur le financement de la recherche. On est à la croisée des chemins. Le détail des actes délégués de la Commission européenne va être extrêmement structurant selon les options retenues. Soit, la Commission européenne organise la séparation entre la recherche d'un côté et

l'exécution de l'autre mais où les prestataires en services d'investissement pourront continuer à financer la recherche via des commissions prélevées sur les flux dans un budget capé et communiqué au client. Dans ce cas, on aura essentiellement un projet technique. Soit, la Commission européenne adopte des mesures plus strictes que celles contenues dans la directive et l'avis technique de l'European Securities and Markets Authority (ESMA) et qui contraignent les sociétés de gestions sur leurs fonds propres, ou leurs clients au travers de frais supplémentaires, à financer cette recherche. Dans ce cas, on pourrait assister à un véritable changement des règles du jeu avec une modification substantielle de la consommation de recherche par les sociétés de gestion et un risque de contraction de l'offre de recherche, comme l'ont fort justement relevé certains régulateurs dont l'Autorité des marchés financiers (AMF).

**Suitability and Appropriateness :
une réflexion sur l'offre**

Marie-Thérèse Aycard

Suitability and Appropriateness sont des notions qui avaient été largement introduites par la directive MIF I. Pour autant, les exigences se sont significativement renforcées et, pour répondre aux exigences des nouveaux textes, une véritable réflexion sur l'offre doit être menée par les différents établissements. En effet une différenciation nette entre les services de conseil et de RTO devient essentielle. Qu'en est-il dans les banques privées ?

Anne-Cécile Lugagne-Delpon

Depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF I lorsqu'on propose un produit, on vérifie que celui-ci est adéquat au client, en tenant compte de son degré de connaissance du produit proposé, de sa situation financière ainsi que de ses objectifs et son horizon d'investissement. Des contrôles effectués auprès de différents acteurs ont toutefois montré que ces vérifications étaient appliquées de façon plus ou moins rigoureuse. À la suite de ces contrôles, certains régulateurs, notamment en France, ont déjà émis des recommandations visant à préciser leurs attentes en matière

Première table ronde • Protection des investisseurs : vers une surprotection ? Comment s'y préparer ?

de connaissance client et d'appréciation du risque, anticipant ainsi les nouvelles exigences de la directive MIF II.

Pour répondre à celles nouvelles exigences, les banques privées vont devoir se doter d'outils pour formaliser et tracer cette adéquation de leurs clients. Lors d'une proposition, elles vont devoir remettre à leurs clients un document qui formalise les informations relatives à l'évaluation de cette adéquation correspondant à leur niveau de connaissance, leur expérience, leur situation financière et leur objectif d'investissement. Elles devront également s'assurer de leur bonne compréhension des risques d'investissement et de leur capacité à subir des pertes.

Le défi pour les banques est non seulement d'être conformes à ces nouvelles exigences mais aussi de trouver des moyens pour automatiser au maximum ces vérifications, avec des problèmes très concrets sur lesquels elles vont devoir se pencher. Que faire lors d'un rendez-vous face à face ? Que faire lors d'un conseil téléphonique ? Et que faire si le client passe finalement son ordre sur le site Internet de la banque ?

Comme je le disais tout à l'heure, on va devoir clarifier et formaliser notamment en gestion libre, le service de conseil en investissement qui était plus ou moins rémunéré, plus ou moins encadré par des conventions.

Cela signifie aussi pour les banques des investissements informatiques importants dans un temps très court alors même qu'on attend encore des précisions sur des points techniques précis ou des activités qui ne sont pas couvertes par la directive qui reste très générale. Dans le cas particulier des clients très actifs qui passent uniquement leurs ordres par téléphone, il va être très compliqué pour les banques de leur envoyer un document avant chaque transaction.

Marie-Thérèse Aycard

Ces réflexions prennent une ampleur et semblent plus difficiles à mettre en œuvre dès lors que l'on s'intéresse aux banques disposant d'un vaste réseau *retail*. Cette distinction entre prodiguer un service de conseil

en investissement ou un service d'exécution simple des ordres devient impérative et doit maintenant avoir été clarifiée. Dominique De Wit, n'est-il pas aussi difficile de ne pas prodiguer de conseils ?

Dominique De Wit

Avant tout, je voudrais répondre à la question posée en introduction sur la surprotection de l'investisseur. C'est une question que nous sommes également posée avec des juristes et notamment Jérôme Sutour, associé chez CMS Bureau Francis Lefebvre, et nous en sommes arrivés à la conclusion que la notion de conflit d'intérêts se cache derrière de nombreuses mesures de la directive MIF. Il faut protéger l'investisseur, aussi modeste soit-il, d'un éventuel conflit d'intérêts. Il faut éviter que le conseiller se trouve dans une situation où ses intérêts personnels entrent en conflit avec ceux de son client lors d'un conseil en investissement. Toutes ces règles apparaissent alors comme la simple application de principes civilistes. Il ne faut pas que l'investisseur puisse prétendre avoir été victime d'un dol à un moment donné. En tant que citoyen et professionnel, on ne peut qu'adhérer à tous ces principes qui n'apparaissent pas comme de la surprotection.

En revanche, si on va trop loin dans les mesures d'application de ces principes, on peut redouter d'aboutir au contraire de la protection recherchée du petit investisseur, majoritaire dans les banques de détail, dans la mesure où il n'y aurait plus, (ou seulement sur un périmètre restreint et avec quelques produits) d'offres de service qui lui seraient proposées.

Suitability et appropriateness sont des concepts et deux sujets que nous connaissons bien. Depuis 2007, nous avons engagé un large processus industriel pour les implémenter et nous vérifions maintenant que les développements déjà réalisés pour MIF I répondent complètement ou partiellement aux exigences de MIF II.

Que doit-on compléter au regard de MIF II ? En pratique, on reprend les tests mis en œuvre et on regarde point par point : niveau de connaissance, expérience, situation finan-

cière à rapporter maintenant à la **capacité à subir des pertes**, objectif d'investissement et compréhension des risques associés, à rapporter désormais avec l'analyse plus précise de la **tolérance au risque**. Il s'agit là d'un projet technique déjà initié.

À côté de ce projet, nous menons d'autres réflexions.

Crédit Agricole Titres opère pour des établissements financiers comme des réseaux bancaires, des banques privées, des courtiers en ligne ou des sociétés de gestion. Nous devons regarder les impacts sur les activités de conseil et recenser les moyens à mettre en œuvre pour avoir des collaborateurs formés, disposant des bons outils.

Outre ces nouvelles exigences, le périmètre a été étendu à des produits complexes avec pour conséquence une restriction du champ de l'*execution only*.

Record keeping : une réflexion sur l'organisation commerciale

Marie-Thérèse Aycard

Chaque établissement est donc invité à mener toutes ces réflexions parce que les décisions sur l'offre sont essentielles pour ensuite lancer et mettre en œuvre les projets. Un autre aspect de la directive MIF II est d'assurer la traçabilité des conversations téléphoniques et des communications électroniques avec les clients ainsi que les communications téléphoniques internes « *en rapport, au moins, avec les transactions conclues* » et « *même si ces conversations ne donnent pas lieu à la conclusion de telles transactions ou à la fourniture de services relatifs aux ordres de clients* ». Comment gérer cet aspect dans la banque de détail ?

Dominique De Wit

Même si l'on peut être encore tenté de démontrer que cette mesure est sans doute excessive, pour l'activité retail des banques à réseau, nous allons devoir tout mettre en œuvre pour que toutes les conversations téléphoniques, les courriers électroniques voire

Première table ronde • Protection des investisseurs : vers une surprotection ? Comment s'y préparer ?

les conservations téléphoniques internes, en rapport avec des ordres traités pour un client, soient enregistrés et archivés pendant cinq ans. Il s'agit là également d'un véritable projet informatique et organisationnel très difficile à mettre en place dans les réseaux d'agences en raison non seulement du nombre important de contacts concernés, on parle ici de plusieurs millions, mais aussi eu égard à des considérations pratiques (exemple : la multiplicité des sujets traités au cours d'une même conversation avec un client *retail*...)

Comment anticiper si une conversation est de nature à déboucher sur un conseil en investissement ou un passage d'ordre effectif qu'il va falloir enregistrer ? La réponse concrète, opérationnelle, n'est pas toujours évidente. Alors, va-t-on assister à une émergence accrue de filières dédiées dans les banques de détail ? Dans certains établissements comme le nôtre, 90 % des ordres sont déjà passés par Internet ou des plateformes spécialisées et sont donc déjà enregistrés. La jurisprudence post-réglementation MIF I ayant mis la charge de la preuve sur le banquier, on arrive bien, le cas échéant, à prouver avec ces enregistrements que les procédures MIF 1 ont bien été respectées.

C'est une des considérations à prendre en compte, mais la réponse complexe à cette problématique des enregistrements, viendra également des coûts de mise en œuvre, qu'on va devoir chiffrer...

Marie-Thérèse Aycard

L'utilisation des téléphones portables ajoute une très grande complexité à l'obligation d'enregistrement des échanges. Pour ce faire, il faudrait trouver des accords avec les différents opérateurs ce qui, en tout cas en France, semble difficile à réaliser dans des délais très courts. Nous avons l'exemple du Royaume-Uni où il a fallu trouver des accords avec les opérateurs pour enregistrer les échanges via des téléphones portables. Cela a pris beaucoup de temps et a été aussi très onéreux.

Product governance: une revue des conventions producteurs/distributeurs

Marie-Thérèse Aycard

Le thème *Product governance* induit un nouveau partage des responsabilités entre producteur et distributeur. Quels sont les principaux impacts du côté des asset managers ?

Didier Deleage

Les producteurs, sociétés de gestion dans le cadre d'un produit de gestion collective, vont devoir définir des catégories cibles de clients et des règles de distribution. Ils devront également mettre en place des mesures pour vérifier que les distributeurs appliquent bien ces règles c'est-à-dire que ces derniers commercialisent le produit auprès des clients ciblés. La définition des catégories cibles de clients qui va au-delà des trois catégories actuelles (clients non professionnels, clients professionnels et contreparties éligibles) est complètement ouverte. Les distributeurs vont devoir de leur côté intégrer les catégories définies par les producteurs afin de déterminer leur propre marché cible.

Même si la définition des catégories de clients incombe aux producteurs, des réflexions communes avec les distributeurs doivent être engagées pour parvenir à une certaine normalisation afin d'éviter que les producteurs d'un côté et les distributeurs d'un autre côté définissent leurs propres standards. Il est important de définir des standards raisonnables qui soient en accord avec l'esprit de la directive pour que chacun puisse mener les travaux informatiques et organisationnels qui s'imposent.

Marie-Thérèse Aycard

Cette concertation doit être menée non seulement sous l'égide des associations professionnelles françaises mais aussi plus largement au niveau européen.

Didier Deleage

Les réflexions sont déjà engagées au niveau de l'Association Française de la Gestion financière (AFG) au sein d'un groupe de travail rattaché à la commission Commercialisation.

Information, transparence et affichage des coûts

Marie-Thérèse Aycard

Au-delà de la complexité technique à afficher un coût global, comment accompagner les clients dans la compréhension du détail des coûts de façon transparente ?

Anne-Cécile Lugagne-Delpon

On va devoir dans un premier temps aider nos collaborateurs habitués à communiquer sur une tarification globale, à aborder le sujet de la transparence des prix et à parler de ces nouvelles contraintes réglementaires avec les clients. La réglementation française a là aussi anticipé puisqu'on doit communiquer sur les rétrocessions perçues lors de la commercialisation d'OPCVM depuis janvier.

Le discours sur la transparence ne sera pas toujours facile à tenir. À partir du moment où ils vont parler de transparence et afficher des prix plus élevés, ils vont devoir expliquer ce qui se passe aujourd'hui mais aussi ce qui s'est passé par le passé, expliquer que les performances seront meilleures avec des fonds moins chargés. Avec les nouvelles exigences réglementaires, ils vont devoir également prouver plus encore, la valeur ajoutée des services proposés face à ces hausses tarifaires.

Par ailleurs, avec les exigences réglementaires auxquelles on va être confronté, les équipes commerciales vont devoir revenir vers les clients pour expliquer les nouvelles réglementations, et certainement faire signer de nouvelles conventions. Dans un monde où l'on cherche à simplifier les procédures, on est dans notre environnement certes transparent et réglementé mais qui se complexifie.

Première table ronde • Protection des investisseurs : vers une surprotection ? Comment s'y préparer ?

Remarque de Dominique De Wit sur la quantité d'informations fournie aux clients :

Dominique De Wit

Il s'agit là d'une caractéristique de la directive. Le nombre d'informations devant être porté à la connaissance des clients est tout à fait frappant. À titre d'indication, les clients qui demandent effectivement « depuis la directive MIF I », le détail des frais prélevés, même lors d'une simple exécution d'ordre, sont très peu nombreux dans la banque de détail. La multiplicité des données que l'on va devoir leur apporter avec MIF II risque de les laisser dans une certaine perplexité.

Didier Deleage

Ce besoin de transparence touche de plus en plus chacun d'entre nous en tant que citoyen, consommateur ou professionnel. Ceci dit, sur la question particulière des frais, on est face à une avalanche de textes réglementaires puisque le sujet est traité dans la directive MIF II mais aussi dans le Règlement PRIIPS actuellement en discussion. Lorsque nous regardons le détail du questionnement de l'Autorité européenne des marchés financiers (Esmf) à la Commission européenne sur le détail des frais qui doivent être communiqués dans PRIIPS, on arrive à un niveau de complexité que seuls les professionnels peuvent encore comprendre même si des questions demeurent sur les moyens de fournir tous les éléments demandés.

S'il est envisageable d'expliquer à un client ce que sont les frais de gestion fixe pour un OPCVM, les frais de gestion variables, les frais de transaction qui ne sont pas aujourd'hui communiqués en tant que tels dans les documents d'information clés (DICI), qu'en est-il, par exemple, de l'impact sur la performance de son portefeuille des *bid/ask* obligatoires sur les transactions qui seront faites sur des obligations, etc. ? La transparence poussée à l'extrême risque de rendre l'affichage des coûts incompréhensible pour le client et la communication totalement inaudible.

Comme pour les catégories de clients dans le cadre de la *Product governance*, on aurait également besoin de définitions communes notamment entre les différents pays de l'Union européenne.

Reporting des transactions

Marie-Thérèse Aycard

Enfin, dans le cadre de ce rapide panorama, nous souhaitons également évoquer le reporting des transactions. En lien avec la directive abus de marché, il faut désormais transmettre des nouvelles données pour chaque transaction. Comment les brokers anticipent-ils ces évolutions ?

François de Lard

L'objectif recherché est double : améliorer la supervision des entreprises d'investissement et renforcer la lutte contre les abus de marché (ce qui rejoint d'ailleurs les démarches MAD/MAR). Aujourd'hui, les autorités se basent sur un reporting effectué par le prestataire de services d'investissement (PSI) qui exécute les transactions. Son périmètre est assez limité : actions, obligations et produits dérivés associés. Demain, le périmètre de ce reporting sera élargi à tous les instruments et produits dérivés associés traités dans l'UE.

Les informations à déclarer, qui portent essentiellement sur les éléments de la transaction, seront également très significativement enrichies d'éléments relatifs au client pour le compte duquel la transaction a été effectuée. On pourra y trouver des informations telles que le nom de famille, le prénom, la date de naissance, le pays de résidence et le code postal du client, un indicateur spécifique pour identifier les transactions de vente à découvert, etc.

Un grand nombre des nouvelles informations requises étant aujourd'hui détenues par l'établissement transmetteur d'ordres (RTO), celui-ci va donc devoir adapter ses moyens de communication afin de les véhiculer. Au-delà du problème de confidentialité de l'information, ceci peut générer certaines difficultés, notamment lorsque les ordres sont transmis

par téléphone, courrier électronique voire fax.

Pour y pallier, il est prévu que le RTO puisse transmettre directement un reporting ; dans ce cas, il devra alors récupérer les informations relatives à la transaction.

Au global, les évolutions seront lourdes pour les systèmes d'information, elles porteront sur les interfaces de saisies, les référentiels clients, les carnets d'ordres, les formats d'échanges internes et les protocoles de communication externes, il s'agit là d'un projet transversal qui va impacter l'ensemble des acteurs et leurs systèmes d'information, à réaliser dans les dix-huit mois qui viennent.

Marie-Thérèse Aycard

Et dans les banques de détail ?

Dominique De Wit

Il s'agit d'un projet à dimension transversale dont nous avons déjà démarré l'analyse d'impact. On peut parler d'un projet technique, informatique, avec un périmètre élargi à tous les instruments financiers admis à la négociation ou dont le sous-jacent est un instrument financier négocié. C'est un projet au départ « technique », mais avec quelques impacts organisationnels importants. Nous allons recueillir, stocker et transmettre toutes ces nouvelles données dont l'identifiant du client final.

La France a retenu soit le numéro de passeport ou celui de la carte d'identité comme identifiant pour les personnes physiques. Nous allons devoir non seulement alimenter nos référentiels clients avec cet identifiant mais aussi s'assurer de sa pérennité (date de validité des documents fournis) pour des millions de clients particuliers. Le *Legal Entity Identifier* (LEI) est l'identifiant retenu pour les clients entreprises qui vont devoir créer leur compte pour demander et gérer ce LEI afin de continuer à passer leurs ordres.

Un projet technique, informatique, que nous allons donc mener en associant nos mandants à savoir les distributeurs.

Première table ronde • Protection des investisseurs : vers une surprotection ? Comment s'y préparer ?

Marie-Thérèse Aycard

Il faut prévoir un coût d'enregistrement du LEI. Ce à quoi il faut rajouter un abonnement annuel, un coût supplémentaire pour les petites entreprises qui n'ont que quelques OPCVM de trésorerie.

Marie-Thérèse Aycard

Et maintenant comment s'y prendre ? Il reste dix-huit mois. Le projet MIF II est un véritable projet d'entreprise qui concerne toutes les

directions. Il n'est pas certain aujourd'hui que tous les prestataires en services d'investissement aient pris la mesure de ce projet et sensibilisé leur direction à cette problématique d'ensemble. Il est temps de cadrer le projet et de procéder à des estimations à un moment où les budgets pour l'année 2016 sont en cours d'élaboration.

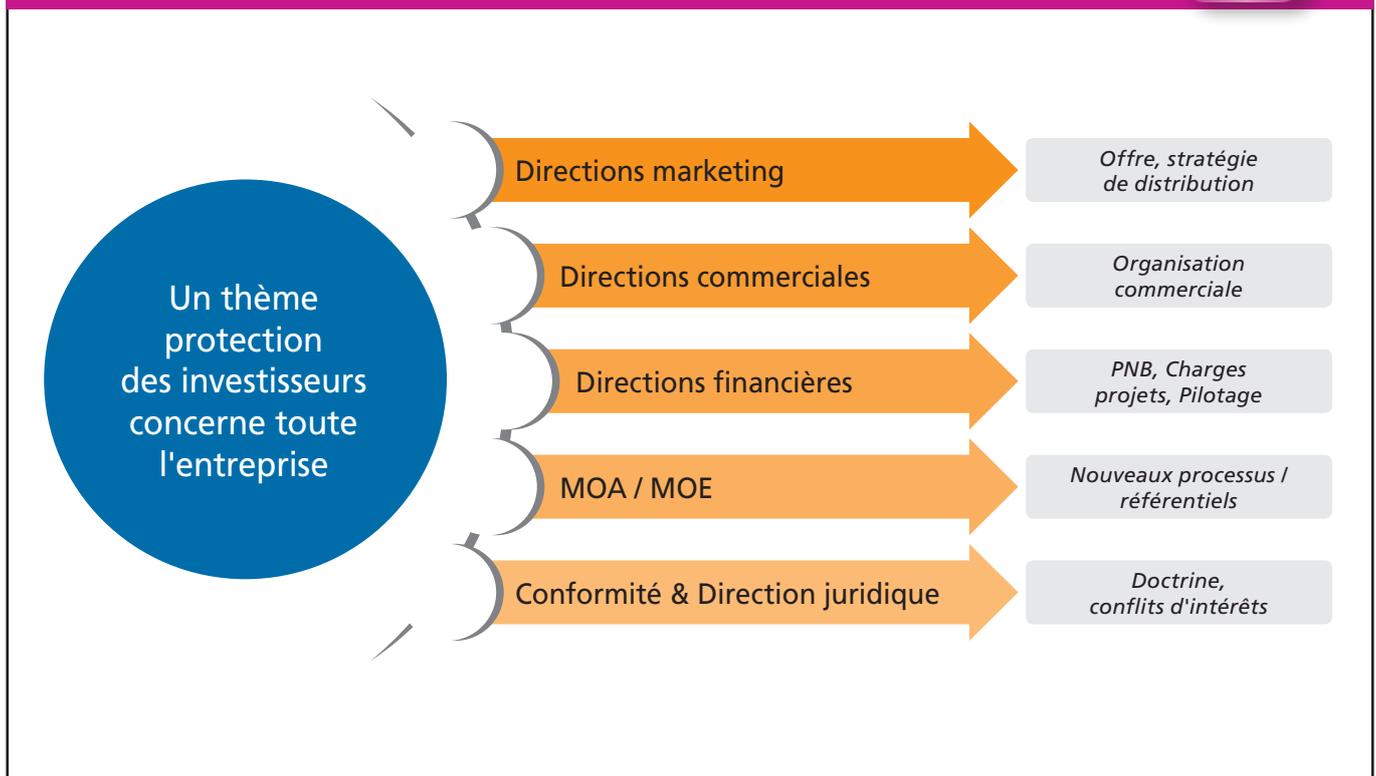
Il ne faut pas attendre, même si des avis techniques sont à paraître et des consultations toujours en cours. Il faut savoir prendre des hypothèses pour lancer dès à présent les pro-

jets en gardant une certaine flexibilité afin de s'adapter aux évolutions de marché qui vont émerger. Il est important de ne pas agir seul mais en concertation avec son groupe, ses clients et ses partenaires. Pour terminer, une veille est essentielle non seulement sur les parutions réglementaires mais aussi sur les réactions du marché pendant ces dix-huit mois. ■

Et maintenant, comment s'y prendre ?
Il reste 18 mois



Utilisez la loupe
pour zoomer
dans le visuel



Seconde table ronde Structuration des marchés : dix-huit mois pour appréhender les nouveaux modèles

Table ronde animée par

Augustin Boujeka

Maître de conférences en droit privé,
UNIVERSITÉ DE PARIS OUEST
NANTERRE LA DÉFENSE

Intervenants :

Stéphane Giordano

Président,
AMAFI

Gaspard Bonin

Global Head of Derivatives Clearing Services,
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES UK

Christian Simonet

Director European Affairs and Regulation,
EURONEXT

Antoine Gaudemet

Agrégé des Facultés de Droit,
Professeur de droit privé,
UNIVERSITÉ PARIS II PANTHÉON-ASSAS

Augustin Boujeka

Les objectifs de cette table ronde qui sont peut-être un peu ambitieux consistent donc à essayer de situer par rapport à l'impact sur l'organisation et le fonctionnement des marchés financiers, le contexte d'élaboration et d'implémentation de la Directive MIF II et du Règlement MiFIR et à recueillir les appréciations, les interrogations et les souhaits du monde de l'industrie et de l'université sur ces textes.

Stéphane Giordano

Je commencerai par deux considérations générales qui me paraissent d'importance quand on parle de l'impact de ces deux textes de référence MIFID II et MIFIR sur l'organisation des marchés.

La première considération est que ce pack réglementaire est malheureusement l'illustration d'un certain nombre de faiblesses du processus législatif européen. D'abord, le temps législatif est extrêmement long avec une directive et un règlement dont les objectifs généraux ont commencé à être discutés dès 2010-2011 pour une mise en œuvre six ou sept ans plus tard. On a une directive et un règlement imprégnés de l'état d'esprit assez punitif, qui prévalait à l'égard du monde de la finance à cette époque. On va devoir appliquer à partir de 2017 un certain nombre de mesures prises dans cet état-là alors même que celui a évolué comme on a pu récemment le voir avec l'Union des marchés de capitaux (CMU) qui reconnaît l'importance critique des marchés financiers dans le financement des entreprises et au final, dans la relance de la croissance et de l'emploi.

En outre, le processus de trilogue au niveau 1 est particulièrement compliqué et conduit dans un certain nombre de cas, à avoir des textes qui laissent pendants des sujets et n'abordent pas les points de divergence entre les acteurs. Si ces points ne sont pas levés au niveau 1, ils ne peuvent pas l'être de manière satisfaisante au niveau 2. C'est le

cas du financement de la recherche dont le point n'avait pas été abordé en l'absence de consensus lors du niveau 1 et qui, à la surprise des acteurs, est apparu au niveau 2 lorsque l'Autorité européenne des marchés financiers (Esma) a publié son *Consultation Paper* en mai 2014. Il s'agit là d'un dysfonctionnement qui me paraît majeur.

Enfin, le caractère irréversible des textes européens, qui va de pair avec leur durée de mise en œuvre, constitue également un autre type de handicap. C'est le cas de la mise en place d'un « double cap » pour renforcer la transparence pré-négociation (*pre trade*) sur les actions et contraindre les *dark Pools*. Alors même qu'il a été admis depuis quelque temps par un certain nombre de parlementaires et plus récemment par Markus Ferber, rapporteur du texte au Parlement européen, lors de son intervention au TradeTech 2015 à Paris, que ce « double cap » était inapproprié et allait entraîner des effets collatéraux non désirés, on va devoir le mettre en œuvre.

La seconde considération générale, c'est que la Directive MIF II intervient dans un contexte marqué par un certain nombre d'autres textes, notamment des textes prudentiels, qui ont malheureusement pour point de convergence d'être préjudiciables à la liquidité des marchés financiers. Je pense aux mesures de Bâle III : diminution de l'effet de levier, création du ratio structurel de liquidité à long terme (*Net Stable Funding Ratio - NSFR*), etc. et bientôt les effets du *Fundamental Review of the Trading Book (FRTB)* dans le cadre de Bâle IV qui sont en train de décourager les preneurs de risques traditionnels à savoir les banques, à continuer à tenir ce rôle. Les banques sont en train de sortir, de ce point de vue là, de leur fonction de *market maker*. À l'échelle du marché, le niveau de risque est toujours le même, mais les preneurs de risques traditionnels sont découragés à intervenir et l'on n'a pas encore organisé la diffusion du risque au sein de la chaîne de valeur. On est probablement en train de dessiner les contours de la crise d'après qui pourrait bien être une crise de liquidité.

Seconde table ronde • Structuration des marchés: dix-huit mois pour appréhender les nouveaux modèles

Augustin Boujeka

Stéphane Giordano, est-ce que vous souscrivez à ce qui a été dit ou avez-vous une autre perception concernant la recherche ?

Stéphane Giordano

L'exemple de la recherche, comme j'ai pu le dire, illustre un certain dysfonctionnement législatif dont l'une des conséquences est le risque d'avoir une raréfaction de l'offre, particulièrement sur les plus petites valeurs en raison de la perturbation du système économique de la recherche. Traditionnellement, la recherche était financée par les clients au travers des commissions et tout ça était organisé de façon assez satisfaisante grâce à la mise en œuvre des contrats de commission de courtage partagée. La confusion a régné sur ce sujet qui n'avait pas été abordé au niveau 1 mais qui a surgi au niveau 2, porté par l'Autorité européenne des marchés financiers (Esma) sous l'influence du régulateur britannique (FCA), avec un point de vue extrême, consistant à passer d'un modèle de financement de la recherche par les clients à un modèle de financement par l'asset manager. Ce sujet a certes reculé suite à la mobilisation de l'industrie, mais il demeure perturbant avec un véritable risque d'impacter la recherche sur les *small et mid caps* qui rencontre déjà des difficultés à trouver un point d'équilibre économique, s'agissant d'une recherche qui porte sur des valeurs plus nombreuses et moins actives. On sait qu'il est important d'avoir, à un moment donné, une forme de subvention de cette recherche par des fonds plus importants y compris ceux qui portent plutôt sur des grandes capitalisations. Il y a donc un risque de briser ce modèle de subventions implicites alors que l'on sait que les grandes valeurs de demain, les grands employeurs de demain, sont ces PME et ces ETI qui vont relancer la croissance et l'emploi en Europe qui rencontrent des difficultés d'accès aux marchés de capitaux. Lever ces difficultés, c'est l'enjeu de l'Union des marchés de capitaux (CMU) tel qu'elle a été présentée par Jean-Claude Juncker, le nouveau Président de la Commission européenne. Dans ce contexte, fragiliser la recherche sur les *small et mid caps* est-elle une bonne idée ? Probablement pas. Mais c'est une inquiétude qui demeure aujourd'hui.

Augustin Boujeka

Voilà qui illustre le charme discret du processus législatif de l'Union européenne. On a abordé les impacts de Bâle III, il me semble que c'est également une préoccupation que l'on observe dans les activités liées aux produits dérivés.

Gaspard Bonin, est-ce que vous avez eu quelques interrogations sur l'articulation entre les ambitions du Règlement EMIR et les exigences de Bâle III transposées dans CRR/CRD IV par rapport au développement de l'activité de clearing ?

Gaspard Bonin

Il me semble qu'il est aujourd'hui un peu compliqué de parler de la Directive MIF II dans un contexte d'avalanche réglementaire qui prend beaucoup de temps. Dans cette succession de textes réglementaires, on s'aperçoit que la Directive MIF II n'a pas encore atteint le même niveau de détail et d'analyse que les autres réglementations. La crise a démontré la résilience des infrastructures. Avec la réglementation EMIR, on a encouragé le développement de la compensation des produits dérivés échangés de gré à gré (OTC) alors même que les incohérences des réglementations qui ont suivi, constituent un frein à ce développement.

Quand on parle du développement des chambres de compensation, on oublie qu'elles n'existeraient pas sans les banques, membres de ces chambres de compensation, qui permettent d'y accéder, de porter le risque de marché face à celles-ci et de le répartir. En cas de défaillance, ce sont elles qui vont finalement absorber la plupart des risques en l'état actuel des choses, même s'il existe des mesures de recouvrement et de résolution qui sont en cours de développement. Les nouvelles règles issues de Bâle III à savoir le renforcement du niveau et de la qualité des fonds propres, la mise en place d'un ratio de levier, etc. représentent un coût important pour ces banques, leurs clients et donc pour le marché d'une manière générale. Elles pourraient même à terme menacer l'activité de ces banques.

Parmi les interrogations concernant la Directive MIF II, on peut mentionner celle relative à la compensation indirecte où le client n'accède pas directement à la chambre de compensation via un membre compensateur mais passe par un prestataire. Les contraintes imposées par le Règlement EMIR ont compliqué ce concept qui s'est largement développé pour les dérivés OTC. Or, on s'aperçoit aujourd'hui qu'on est en train de dupliquer ces contraintes dans la Directive MIF II pour les dérivés listés avec des impacts majeurs sur un marché mature dans lequel ces mécanismes de compensation indirecte jouent un rôle essentiel dans la façon de travailler des intervenants entre eux. Il s'agit là d'un point inquiétant pour lequel on n'a de réponse claire à ce jour. Un autre point qui demande à être clarifié c'est l'interopérabilité de tous les acteurs. Toutes les chambres de compensation doivent pouvoir recevoir les transactions exécutées sur tous les marchés et ces derniers doivent également être en mesure d'envoyer leurs transactions dans toutes les chambres de compensation, ce qui est compliqué à mettre en œuvre et présente un certain risque. Dernier point mais qui ne constitue pas un problème c'est l'encadrement des délais d'acceptation qui va nécessiter des transformations notamment sur la partie dérivés OTC.

Antoine Gaudemet

Une première remarque sur le terme d'infrastructures qui est utilisé pour désigner certains acteurs des marchés financiers depuis environ une dizaine d'années tandis qu'en droit de la concurrence, on trouve depuis plus longtemps cette notion d'infrastructures essentielles qui doivent être accessibles aux participants du marché : par exemple, l'idée que les compagnies aériennes doivent pouvoir avoir accès à certaines infrastructures aéroportuaires essentielles pour exploiter leur activité. Cette théorie jurisprudentielle s'applique assez bien aux infrastructures de marché qui doivent également garantir un accès non discriminatoire aux participants des marchés financiers pour leur permettre d'exécuter leurs opérations via les infrastructures de marché.

Une seconde remarque sur la procédure législative européenne, qui est effectivement lente et produit des textes de crise à contre-cou-

Seconde table ronde • Structuration des marchés: dix-huit mois pour appréhender les nouveaux modèles

rant au moment où l'activité économique a plutôt tendance à reprendre. Le problème est difficilement soluble. La solution la plus simple serait de n'avoir que des règlements, qui peuvent être adoptés plus rapidement et n'exigent pas de transposition, mais on peut être certain que les acteurs des marchés financiers n'en voudraient pas. Une autre solution serait de reconnaître un pouvoir de législation déléguée plus important aux organes exécutifs de l'Union européenne, en particulier à la Commission. Mais on reproche beaucoup à la Commission son déficit démocratique pour ne pas l'investir d'un pouvoir de législation déléguée plus important encore. Cependant, je trouve personnellement qu'il y a des facteurs de souplesse. On est en présence majoritairement de directives, qui demandent un temps de transposition; ce temps de transposition, par définition, peut amener une certaine souplesse. On a des mesures de niveau 2, des pouvoirs qui sont délégués à la Commission, une clause de rendez-vous – et pourquoi ne pas se retrouver plus tôt si le contexte économique a changé? Surtout, je me demande si on ne se trompe pas un peu d'ennemi. On est face à deux sortes de textes, avec des réformes de structures qui me semblent personnellement légitimes et indépendantes du cycle d'activité économique. J'ai l'impression que les préoccupations relatives aux réformes à contre-courant par rapport à l'activité économique concernent plutôt les réformes prudentielles et la consommation de fonds propres réglementaires.

Stéphane Giordano

C'est vrai des réformes prudentielles mais c'est également vrai de MIFID II et MiFIR dans l'idée de l'arbitrage entre la liquidité et la transparence au profit de cette dernière. Or, on a besoin aujourd'hui d'un arbitrage en faveur de la liquidité. En faisant le choix inverse, on peut craindre un certain nombre de conséquences sur le fonctionnement des marchés.

Sur le plan législatif, je ne conteste pas le fait qu'effectivement on préfère une Directive à un Règlement. Pourtant il existe des dispositifs dont on pourrait s'inspirer. Je pense par exemple, aux *no-action letters* aux États-Unis même si leur transposition semble difficile voire impossible en droit européen. On doit quand même réfléchir au caractère irrémédiable des textes européens. J'ai parfois l'impression qu'on s'accorde sur certaines mesures, alors même qu'on reconnaît qu'elles seront inefficaces ou pourront avoir des effets de bord non souhaités, et pourtant on est tenu de les mettre en œuvre. Sans remettre en cause l'ambition de limiter le *dark trading*, le mécanisme d'un « double cap » est totalement inadapté. Ce dispositif étant fixé en niveau 1, on va devoir l'appliquer en l'état.

Gaspard Bonin

On voit que dans le processus règlement *only* comme pour le Règlement EMIR, les révisions des normes techniques réglementaires (RTS) de l'Autorité européenne des marchés financiers (Esm) permettent de consulter les marchés et d'adopter une position harmonisée au niveau européen. A contrario, les directives créent des disparités au sein même de l'Europe.

Augustin Boujeka

Pouvez-vous nous donner quelques éléments de réponse sur des questions plus neuves comme la commercialisation des données et la volonté de favoriser la croissance par la mise en place de nouvelles plateformes dédiées au financement des PME?

Christian Simonet

On voit bien qu'il y a eu un impact de la crise sur les mesures de la Directive MIF II dont certaines avaient été effectivement refusées dans d'autres directives. L'interopérabilité qui avait été en effet repoussée dans le Règlement EMIR réapparaît dans la directive. De même, le marquage des ordres à découvert est réintroduit dans le reporting des transactions alors qu'il existe déjà un règlement sur les ventes à découvert.

En matière de transparence, l'un des reproches qui avait été fait à la Directive MIF I était de ne concerner que les seules actions. La Directive MIF II remédie à cela en élargissant considérablement le champ des instruments financiers concernés. Les règles de transparence sont les mêmes pour les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (MTFs) et les systèmes organisés de négociation (OTFs). Les exemptions à la transparence pré-négociation (*pre trade*) que l'on trouvait dans la Directive MIF I ont été maintenues (négociation de blocs, cours de référence, etc.).

Des questions se posent sur la notion de modèle de marché qui semble ne pas être traitée. Si les règles sont claires pour les marchés dirigés par les ordres et les marchés dirigés par les prix, elles ne s'appliquent pas aux marchés hybrides dont la définition peut être assez large. Ce type de plateformes ne sera pas soumis par exemple au « double cap ».

Lors de la mise en œuvre de la Directive MIF I, Euronext avait eu un petit différend avec une autre plateforme boursière sur les exemptions à la transparence pré-négociation (*pre trade*) qui sont laissées à l'initiative des régulateurs nationaux. Ce principe est reconduit dans la Directive MIF II ce qui laisse présager des régulations différentes si les régulateurs européens n'appliquent pas les mêmes dérogations. Sur la transparence post-négociation (*post trade*), des obligations avec une publication des volumes et des prix des transactions en temps réel ou avec un délai de quinze minutes selon les produits concernés, sont définies avec là encore des dérogations laissées à l'initiative des régulateurs nationaux. Concernant l'activité de diffusion de marché, nous aurons des entités agréées par les régulateurs dont les prix de vente devront être connus et raisonnables. Il s'agit là d'une nouveauté pour les plateformes d'avoir une contrainte sur les grilles tarifaires.

En ce qui concerne les différentes plateformes de marché, nous avons eu une description assez précise des systèmes organisés de négociation (OTFs). Les nouvelles règles qui s'imposent aux marchés réglementés et aux systèmes multilatéraux de négociation (MTFs) ont largement été initiées par le trading algo-

Seconde table ronde • Structuration des marchés: dix-huit mois pour appréhender les nouveaux modèles

rithmique. Ces règles sont sensiblement les mêmes pour ces deux marchés. La différence qui subsiste entre ces derniers réside dans la fonction de listing avec des mesures de résilience et de contrôle des systèmes déjà présentes dans MIF I. On trouve également des mesures plus directes concernant par exemple les pas de cotation.

De nouvelles règles concernent les activités de *market making*. Pour les plateformes, il faudra établir demain un contrat quasi public, puisque diffusé aux régulateurs, avec les obligations et les avantages des *market makers* et s'assurer également que ces derniers remplissent ces obligations. Un intermédiaire qui intervient pour « compte propre » pour une grande partie de son temps (environ 30 %) devrait être assimilé à un *market maker* et signer un contrat. Peut-on imposer cette signature à un intermédiaire ? La question est posée.

En matière de tarification, des mesures devraient également permettre aux plateformes de négociation « d'adapter leurs tarifs pour les ordres annulés en fonction de la durée pendant laquelle l'ordre a été maintenu et de calibrer ces frais en fonction de chaque instrument financier auquel ils s'appliquent ».

La Directive MIF II crée un nouveau type de plateforme pour les valeurs de croissance des PME (SME MTF). Il est cependant aujourd'hui difficile d'indiquer si Euronext va opter ou non pour ce nouveau régime. Celui-ci présente peu de différences avec celui d'un MTF classique ou MTF PME si ce n'est quelques avantages pour les émetteurs qui vont pouvoir bénéficier du service de la plateforme pour diffuser leurs informations financières. On retrouve également quelques avantages dans la directive sur les abus de marché sur la liste d'initiés par exemple. L'Union des marchés de capitaux (CMU) devrait apporter des éclaircis-

sements mais on voit déjà que les initiatives de la directive sur les prospectus seront beaucoup plus bénéfiques aux émetteurs.

Question

En quoi consiste le mécanisme du « double cap » ?

Stéphane Giordano

La Directive MIF impose une obligation de transparence pré-négociation (*pre trade*) avec trois exemptions à cette transparence qui sont reconduites dans la Directive MIF II mais qui sont davantage encadrées pour ce qui est de leur utilisation :

- en cas d'exécution sur la base d'un prix emprunté à d'autres plateformes (prix importé) ;
- en cas de transaction négociée c'est-à-dire lorsque la transaction est conclue avant d'être portée sur une plateforme ;
- en cas d'ordres de taille importante (*large-in-scale*).

Avec la Directive MIF I, nous avons assisté à la création d'un certain nombre de systèmes alternatifs (*dark pools* ou *crossing networks*), créés par des brokers pour appairer les ordres de leurs clients de manière automatique et plus seulement de manière manuelle comme c'était historiquement le cas. Le développement de ces systèmes a été considéré comme trop important et deux mesures ont été prises pour le limiter. La première concerne les *crossing networks* qui devront prendre un statut de MTF. La deuxième concerne l'instauration d'un double plafond « double cap » pour les exemptions. L'utilisation des exemptions est plafonnée à une part de marché de 4 % pour chaque plateforme et à 8 % pour l'ensemble des plateformes sur douze mois glissants pour une même valeur au niveau européen. En cas de dépassement du seuil, l'utilisation

des exemptions est suspendue pour six mois soit pour la plateforme dans le premier cas, soit pour l'ensemble des plateformes dans le second cas. Une première difficulté va consister à déterminer la part de marché de chaque plateforme dans la mesure où il n'existe pas de système de collecte générale des données de marché (*consolidated tape*) à l'échelle européenne. On ne connaîtra donc pas de manière certaine le dénominateur servant au calcul des parts de marché individuelles et globales. Par ailleurs, ce seuil de 4 % est totalement inefficace puisqu'aucune plateforme prise individuellement ne dépasse aujourd'hui une part de marché de l'ordre de 2,5 %. En revanche, la part de marché du *dark trading* est estimée à environ de 11 %, bien au-delà du seuil de 8 %.

Or, il n'est pas possible, en raison des règles de concurrence, de gérer collectivement le seuil collectif. Le résultat du dispositif est donc assez imprévisible.

Dans un scénario, on pourrait assister à une sortie du marché d'un certain nombre d'intervenants constatant l'impossibilité de gérer ce « double cap » et par conséquent une part de marché du *dark trading* inférieure au seuil collectif d'une manière générale et valeur par valeur.

Mais dans un autre scénario, considérant que le *dark trading* répond à un besoin des investisseurs, les opérateurs de plateformes pourraient tout simplement s'efforcer d'optimiser leur part de marché lorsque le *dark trading* est autorisé sur une valeur donnée, précipiter ainsi la suspension de l'autorisation pour six mois, et recommencer de plus belle une fois la suspension levée.

Augustin Boujeka

Je remercie les intervenants de la table ronde. ■