

Spécial Conférence n°41

MIF II: les enjeux pour l'industrie

Conférence du 31 janvier 2012



En partenariat avec



AFTI
La dynamique du post-marché

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

Sommaire

p. 2

Introduction
Marcel Roncin

p. 4

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

p. 9

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

p. 14

Les évolutions pour les marchés et les enjeux concurrentiels
Jean-François Rigal
Gaspard Bonin

p. 23

Table ronde
Les métiers titres au cœur de la réforme de la MIF : quels impacts attendus ?
Jean de Castries
Emmanuel de Fournoux
Christophe Hémon
Graham Dick
Alain Pochet
Éric de Nexon



Introduction

par Marcel Roncin,
Président de l'AFTI

Bonjour à toutes et à tous,

La Directive MIF est le dernier texte européen sorti avant la crise, en novembre 2007.

Au-delà des insuffisances qui ont pu apparaître à l'expérience sur Directive MIF, il faut faire la part des bouleversements planétaires que nous devons à la plus violente crise que nous ayons connue depuis la Grande Dépression, et qui a nécessairement changé le paysage européen.

J'observe qu'il y a consensus pour engager la révision de la Directive MIF.

Pour rappel, quels étaient les objectifs de Directive MIF ?

Texte cadre inscrit dans la réalisation du Plan d'action européen des services financiers, mais également acteur majeur dans la consolidation en cours, la Directive sur les Marchés d'instruments financiers (Market in Financial Instruments Directive) a complété, tant dans son contenu que dans son champ d'application, la Directive sur les Services d'investissement (DSI) de 1993.

Ce texte a introduit plusieurs conséquences marquantes pour l'industrie financière.

► **Tout d'abord, revenir sur le monopole exercé par les acteurs historiques sur le trading actions, en libéralisant les conditions d'exécution des instructions de la clientèle**, et, par là, un accroissement de la compétition entre les places d'exécution, avec notamment la suppression de la faculté de concentration des ordres de bourse sur les marchés réglementés.

► **Ensuite, renforcer la protection des investisseurs** via la transparence des marchés, la mise en place de la best execution, et par de nouvelles responsabilités de contrôles ouvertes aux régulateurs.

Quels constats faisons-nous aujourd'hui ?

De nouveaux acteurs sont apparus dans la foulée de la Directive MIF : modèles de marchés alternatifs, internalisateurs systématiques.

Au même moment avait lieu un vaste mouvement de concentrations (NYSE/Euronext, LSE/Borsa, et Nasdaq OMX).

Nous avons également observé la réaction des marchés historiques qui ont lancé leurs propres MTF et darkpools.

Des poches de liquidité ont été créées par les MTF. Elles sont apparues comme autant de facteurs de fragmentation des marchés.

Cela étant, nous assistons depuis 2010 à un mouvement assez net de consolidation.

Une réduction de la transparence a été relevée avec l'apparition de distorsions dans les mécanismes de formation des prix chez les dark-pools.

Quant à l'interopérabilité, issue du code de conduite voulu par le précédent commissaire européen au Marché Intérieur et aux services, sous forme d'un complément à Directive MIF, dans le but d'accroître l'efficacité des opérations, sa mise en œuvre a entraîné une considérable complexification.

Les objectifs de la révision de Directive MIF :

Les bouleversements survenus ces dernières années sur les marchés financiers ont rendu nécessaire la recherche d'un fonctionnement plus efficient et



plus transparent des marchés, besoins qui ont été intégrés par le G20 de Pittsburg en septembre 2009.

C'est ainsi que la Commission a présenté le 20 octobre 2011 des propositions sous forme d'une directive et d'un règlement.

En synthèse, l'objectif est :

- ▶ D'accroître la protection des investisseurs,
- ▶ de réguler les transactions OTC,
- ▶ et de développer la concurrence.

On observe par ailleurs des projets :

- ▶ de création d'OTF,
- ▶ de réduction de certaines rétrocessions,
- ▶ de reconnaissance de la tenue de compte conservation comme service d'investissement à titre principal,
- ▶ ainsi que la prise en compte de l'innovation technologique tels le trading algorithmique et le trading haute fréquence

Que penser de ces objectifs ?

La révision de Directive MIF est l'occasion de faire avancer nos propositions sur la base des constats formulés.

Nos intervenants y reviendront tout à l'heure. En l'état, il apparaît d'ores et déjà que ce texte gagnerait à intégrer un certain nombre de remarques, sur la transparence, sur les OTF, et enfin sur l'introduction de la TCC comme service d'investissement à part entière, concept que pour ma part, je considère comme inéluctable.

Je vous remercie. ■

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie



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

Valérie Ledure,
Policy Officer unité G 3, Commission Européenne

La Commission européenne a adopté le **20 octobre 2011** :

- ▶ une proposition de directive abrogeant la directive MIF I et,
- ▶ une proposition de règlement sur les marchés d'instruments financiers.

Ensemble avec la révision de la directive sur les abus de marché (**Market Abuse Regulation**), cette révision s'inscrit dans une réforme globale des marchés financiers visant à les rendre plus transparents et plus sûrs.

Compte tenu des fortes interconnexions entre ces deux initiatives législatives (MIF II et MAR), elles devraient entrer en vigueur en même temps.

Estimation sur le calendrier

Un accord politique sur la révision de la directive MIF pourrait aboutir d'ici moins d'un an. Ceci nous amènerait à fin 2012. Par ailleurs, il faudrait également plus ou moins 2 ans pour développer les mesures d'application, c'est-à-dire les mesures de niveau 2.

De fait, l'entrée en vigueur de Directive MIF 2 et MAR pourrait intervenir fin 2014.

La révision de la directive Directive MIF est constituée d'une nouvelle directive et d'un nouveau règlement. Pourquoi deux instruments législatifs ?

Le règlement vise à harmoniser les règles, les dispositions applicables, et donc de tendre vers un « single rule book » dans certains domaines. Il est également nécessaire pour octroyer des pouvoirs complémentaires et additionnels à l'autorité européenne sur les marchés financiers : l'ESMA (ou AEMF selon le sigle français).

Les sept objectifs principaux de cette révision sont détaillés ci-après.

1 - Adaptation et renforcement de la réglementation des infrastructures de marché

« À business identique, règles identiques »

Afin d'adapter et de renforcer la réglementation des infrastructures de marché, une nouvelle plate-forme de négociation a été introduite : **Organised Trading Facility**.

L'objectif de cette dernière est de soumettre aux mêmes règles la négociation de gré à gré qui est fonctionnellement similaire à une négociation qui peut prendre place sur des marchés réglementés ou des plates-formes multilatérales de négociation.

Il résulte que les OTF seront soumis aux mêmes règles :

- ▶ de transparence définies par type d'instruments financiers (pour s'assurer qu'elles s'appliquent de manière homogène à tout type de plate-forme),
- ▶ organisationnelles quasiment similaires au marché réglementé et aux plates-formes multilatérales de négociation.

La caractéristique distinctive principale entre un OTF d'une part et un marché réglementé et un MTF d'autre part, est que l'OTF peut exercer une certaine discrétion dans la manière dont les ordres sont exécutés.

Cependant, il est indispensable de garantir la neutralité du gestionnaire de cette plate-forme. De fait, ce dernier est soumis à des règles de conduite très strictes et ne peut négocier pour compte propre sur la plate-forme qu'il opère (y compris dans le cadre de son activité d'internalisateur systématique). Il résulte que les

flux de négociation doivent être complètement transparents et distincts.

Ce régime très strict et très réglementé exclut toute possibilité d'arbitrage réglementaire entre les différents types de plates-formes.

Par ailleurs, cette nouvelle catégorie de plate-forme va également permettre d'assurer un alignement avec les développements législatifs aux États-Unis, notamment avec l'introduction des « swaps execution facility » qui contribuent à la mise en œuvre des engagements du G20 concernant la négociation des produits dérivés sur des plates-formes organisées.

« La négociation des produits dérivés **standardisés** devra migrer progressivement vers des plates-formes de négociations multilatérales et complètement transparentes. »

Cette obligation vient compléter l'obligation introduite par EMIR (règlement sur les chambres de compensation et l'obligation de compensation centralisée).

Elle s'applique aux produits dérivés qui sont soumis à l'obligation de compensation sous notre règlement EMIR et qui sont suffisamment liquides pour être négociés sur des plates-formes organisées de négociation.

Dans le cadre de la mise en œuvre de l'engagement du G20, la Commission européenne souhaite également favoriser la concurrence équitable sur les marchés.

C'est pourquoi le cadre proposé dans la nouvelle proposition de MIF vient compléter les mesures déjà prévues sous EMIR afin d'éliminer les obstacles commerciaux (notamment en lien avec l'accès aux flux de données et aux licences

d'exploitation) qui peuvent encore exister entre les infrastructures de compensation.

En outre, la Commission européenne souhaite - pour qu'il y ait une véritable concurrence - que les plates-formes de négociation puissent avoir accès à des chambres de compensation de manière transparente et non discriminatoire d'une part et que les chambres de compensation puissent offrir leurs services de compensation pour tout type d'instrument financier négocié sur une plate-forme organisée de négociation d'autre part (ouverture bilatérale).

Enfin, la Commission souhaite améliorer grandement l'accès au financement pour les PME en leur facilitant l'accès au marché. À cet effet, un label de qualité pour les marchés de croissance PME serait accordé aux MTF qui présenteraient un ensemble de caractéristiques communes, y compris en termes de transparence. L'objectif est de trouver un juste équilibre entre l'application d'exigences proportionnées aux PME et un niveau élevé de protection des investisseurs. Ce label vise à attirer les investisseurs et à favoriser :

- ▶ la création de réseaux entre marchés de croissance et,
- ▶ la création d'outils d'investissement spécialisés sur ces marchés de croissance.

2 - Encadrement des nouvelles technologies de négociation (eg. algorithmique, à haute fréquence...)

Ce volet de la révision vise à maîtriser les risques liés au développement technologique. Ceci nécessite une approche en plusieurs étapes, articulée comme suit :

2-1 - Autorisation selon la directive MIF des entreprises actives dans le trading algorithmique :

Dans l'avenir toutes les entreprises actives dans le trading algorithmique devront obtenir une licence d'entreprise d'investissement.

Les risques liés aux nouvelles technologies se verront encadrés par un renforcement de la gestion des risques par tous les acteurs le long de la chaîne de négociation.

2-2 - Révision de la directive sur les abus de marché :

Il s'agit de préciser quels types de stratégies de trading à haute fréquence constituent des manipulations de marché interdites. De plus,

elle détaille les dispositions à mettre en place pour doter les régulateurs des informations nécessaires à la détection de tout abus de marché (obligation de conserver les carnets d'ordres, de mettre à disposition ces carnets d'ordres au régulateur, de suivre les algorithmes qui sont derrière l'envoi de ces ordres au marché...)

2-3 - Obligation pour les entreprises actives dans le trading algorithmique de fournir de la liquidité sur une base régulière et continue :

Ceci permettra d'éviter que ces entreprises ne se retirent abruptement du marché et ne créent des spirales négatives. La Commission européenne souhaite discipliner ces acteurs afin de limiter la mise en œuvre de stratégies nocives pour le marché.

3 - Renforcement de la transparence des marchés (actions et non-actions : produits dérivés, obligations, produits structurés...):

Le renforcement de la transparence est l'un des grands thèmes de cette révision.

Pour le marché des actions, il s'agit de renforcer le régime de transparence existant sous MIF I notamment :

- ▶ en élargissant le périmètre aux instruments assimilables à des actions,
- ▶ en limitant les exemptions à ses règles dans des cadres bien précis, sous la coordination de l'ESMA (afin d'assurer une cohérence des règles d'exemptions à la transparence pré-trade entre les États membres),
- ▶ en couvrant les « broker crossing networks » (en français, les systèmes d'appariement d'ordres) sous le régime des OTF (ou bien ces systèmes devront repenser leur modèle d'affaires, et ils se convertiront en MTF, ou ils sépareront leurs activités entre OTF et internalisateurs systématiques).

Notre projet introduit pour la première fois un régime de transparence pour les marchés de dérivés et d'obligations qui n'étaient auparavant pas couverts par de telles dispositions. Le régime de transparence est lié au type d'instrument financier. Cela signifie que les règles de transparence applicables à un instrument financier donné seront les mêmes indépendamment

du lieu où la transaction est exécutée. La proposition vise à assurer un juste équilibre entre transparence et liquidité en prévoyant (i) un calibrage des règles par classe d'actifs et, si nécessaire, par type d'instrument financier au sein de cette classe d'actifs (ii) des délais pour la publication des données pour les larges transactions (iii) des exemptions à la transparence pré-négociation dans des cas bien justifiés, sous la coordination de l'ESMA. Le renforcement de la consolidation des données fait également partie de cette révision.

Directive MIF a bien rempli ses objectifs en termes de concurrence, et a amené à une plus grande fragmentation des marchés européens d'actions. Mais il est vrai que la qualité et la consolidation des données de marché – visant à compenser cette fragmentation - n'ont pas répondu aux attentes.

C'est pourquoi MIF II propose de pallier ces faiblesses en introduisant des mesures spécifiques pour assurer la qualité et la cohérence des données ainsi que des mesures visant à réduire les coûts des données. :

- ▶ Premièrement, les entreprises d'investissement qui négocient en dehors des plates-formes organisées de négociation devront rendre publiques leurs transactions au moyen de dispositifs de publications agréés « approved publication arrangement ».
- ▶ Deuxièmement l'ESMA aura un rôle essentiel à jouer et devra développer des normes techniques spécifiant notamment les standards à utiliser pour la publication de ces rapports de transactions afin de faciliter la consolidation in fine de ces données.
- ▶ Troisièmement, toutes les plates-formes de négociation – marché réglementé, MTF et OTF – devront proposer séparément les données pré et post-négociation (unbundling des données).
- ▶ Quatrièmement, les plates-formes de négociation, APAs et Consolidated Tape Providers devront mettre à disposition ces données de négociation à un coût raisonnable et gratuitement après 15 minutes.
- ▶ Enfin, la consolidation des données sera décentralisée. En d'autres termes, plusieurs fournisseurs commerciaux pourraient émerger et se faire enregistrer comme conso-

limited tape providers. (une clause de révision permettra de basculer sur une solution centralisée au bout de 2 ans si la solution décentralisée ne donne pas satisfaction).

4 - Renforcement de la transparence et de la supervision des marchés dérivés sur les matières premières

La révision de la directive MIF permet d'encadrer la financiarisation des marchés dérivés sur les matières premières et de préserver leur bon fonctionnement.

- ▶ En effet, eu égard à l'impact de la spéculation sur le prix des matières premières sous-jacentes, la Commission européenne souhaite renforcer la transparence et la surveillance en introduisant notamment un système de collecte et de publication d'informations détaillées par type de participants (financiers et non financiers).
- ▶ De surcroît, la Commission européenne souhaite préserver l'intégrité et la bonne formation des prix sur ces marchés par la mise en place d'un système de limite de position ou d'arrangement alternatif avec effet équivalent.

Ces mesures sont également en ligne avec les mesures prises aux États-Unis sur les marchés de futures et de swaps pour les matières premières.

La Commission européenne veut aussi que toute entité qui fournit un service d'investissement de manière professionnelle – y compris la négociation pour compte propre – soit couverte sous le champ de la MIF. De fait, elle propose de réduire les exemptions pour les entreprises actives dans les marchés de dérivés sur matières premières, tout en préservant bien sûr la possibilité pour les entreprises commerciales d'être exemptées quand elles sont actives dans ces marchés pour couvrir les risques liés à leurs activités commerciales.

Enfin ces mesures seront complétées par la directive abus de marché, puisque le nouveau règlement MAR étend son champ d'application aux abus cross-marché, et donc couvre explicitement par exemple le cas où des instruments

dérivés pourraient être utilisés pour manipuler le prix des marchés physiques sous-jacents.

5 - Amélioration de la protection des investisseurs

La directive MIF II s'appuie sur le cadre des règles existantes en renforçant certaines dispositions dans un certain nombre de domaines. Premièrement, le champ d'application de la directive va être étendu afin de couvrir les dépôts structurés. Les règles de commercialisation et les informations communiquées aux investisseurs devront être identiques quel que soit le produit d'investissement de détail offert (cf. initiative PRIPS).

Deuxièmement, le service de conservation et d'administration d'instruments financiers devient un service d'investissement principal et non plus un service auxiliaire.

Ensuite, au niveau des exigences organisationnelles, la Commission européenne renforce : (i) les principes de gouvernance d'entreprise (ii) les règles de ségrégation des actifs pour les clients de détail. De fait, il ne sera plus possible de conclure des contrats de garantie financière avec transfert de propriété. Par contre il sera toujours possible de conclure des contrats de garantie financière avec constitution de sûretés, mais le transfert de propriété ne pourra plus se faire.

Au niveau des règles de conduite, la notion de conseil indépendant sera harmonisée au niveau européen. Les conditions, que devront remplir les fournisseurs pour pouvoir s'appeler « conseiller indépendant » seront précisées. Un conseiller indépendant ne pourra plus percevoir de commissions. Les gestionnaires de portefeuilles ne pourront plus non plus percevoir de commissions. En effet, il y a un conflit d'intérêts inhérent entre fournir ces services et la perception de commissions.

Ensuite, la délimitation entre produits complexes et non-complexes sera renforcée afin de mieux protéger l'investisseur en cas d'exécution simple.

Enfin, des mesures ont été proposées pour faciliter l'application de l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables. Les plates-formes de négociation comme les

sociétés d'investissement devront publier des données qui faciliteront l'application de cette règle.

6 - Renforcement et harmonisation du système de supervision à travers le marché unique

L'objectif de ce volet de la révision vise à renforcer les informations disponibles pour les régulateurs et à renforcer leurs pouvoirs tout en s'appuyant sur la nouvelle autorité européenne des marchés financiers.

- ▶ Premièrement, la Commission européenne souhaite améliorer le système actuel de déclaration des transactions utilisé par les régulateurs pour détecter les abus de marché.
- ▶ Ensuite, les régulateurs nationaux auront accès à des informations détaillées sur les positions prises par les différents participants de marché sur les dérivés de matières premières et pourront intervenir dans ces marchés si nécessaire – sous la coordination d'ESMA –.
- ▶ Enfin, la proposition vise également à harmoniser et renforcer les sanctions administratives.

Ensuite, – toujours sous la coordination de l'ESMA – les régulateurs nationaux ont le pouvoir, sous certaines conditions, d'interdire des produits ou services qui pourraient se révéler nocifs pour la protection des investisseurs, pour la stabilité financière ou pour le bon fonctionnement des marchés.

« L'obligation de déclaration des transactions sera en ligne avec le champ d'application de la directive abus de marché dont le périmètre couvre tous les instruments financiers négociés sur des plates-formes organisées, ainsi les instruments négociés de gré à gré corrélés à des instruments négociés sur des marchés organisés. » Enfin, le reporting sera produit via un mécanisme de déclaration agréé. Ce dernier vise à assurer la qualité et la cohérence des données. De plus, dans le cas des marchés de dérivés, les référentiels centraux qui sont réglementés et régulés sous EMIR pourront également servir de véhicule pour cette déclaration de transaction, ceci afin d'éviter tout double reporting.

7 - Introduction d'un régime d'accès au marché unique pour les pays tiers

Directive MIF II introduit un cadre harmonisé, fondé sur l'équivalence et la réciprocité, pour l'accès au marché européen pour les opérateurs de pays tiers. L'objectif est de garder les marchés européens ouverts aux produits et aux sociétés de pays tiers tout en s'assurant que ces sociétés soient soumises à un régime équivalent et que le régime du pays tiers octroie un accès réciproque aux sociétés européennes.

Comment ce régime est-il articulé ?

Premièrement, il y a une distinction entre marketing actif et marketing passif, c'est-à-dire qu'un investisseur aura toujours le droit de solliciter de sa propre initiative les services d'une société d'un pays tiers.

Par contre le marketing actif tombe sous ce régime de pays tiers. Il y a une distinction entre les services offerts aux clients détaillés (et professionnels) et les services offerts aux contreparties éligibles, donc aux grandes institutions financières. Dans le cadre de la fourniture de services aux investisseurs particuliers, la société d'un pays tiers devra établir une succursale dans un des états membres de l'Union européenne. Cette succursale bénéficiera d'un passeport européen; donc il y a des contraintes, mais également le bénéfice d'un passeport européen pour offrir ses services dans d'autres pays européens. En revanche, la fourniture de services à de grandes institutions financières ne nécessite pas l'établissement d'une succursale, donc elle peut se faire à partir du pays tiers, après enregistrement auprès de l'ESMA – qui doit vérifier que cette société répond à certaines conditions et que leur régime a été évalué comme équivalent.



Questions de la salle

Q.S. : *J'ai une question concernant les régimes des pays tiers. Nous entendons parler d'équivalence, de réciprocité. Je n'ai jamais bien compris où se trouvait la réciprocité, notamment quand nous sommes amenés à nous confronter à des pays comme les États-Unis. Nous avons l'impression que nous leur ouvrons nos portes mais je n'ai pas l'impression qu'on a réellement une réciprocité. C'est quelque chose qui m'a toujours surpris. Mon sentiment — au travers de ce que je peux lire — c'est qu'encore une fois nous sommes très ouverts à d'autres compétiteurs, mais l'inverse ne me paraît pas toujours vrai. Pourriez-vous élaborer sur ce sujet-là ?*

Réponse de Valérie Ledure :

La réciprocité est un sujet très politique et délicat; elle a été vivement débattue lors des négociations sur notre règlement sur les infrastructures de marché, donc le règlement EMIR. Vous avez peut-être entendu les développements à ce sujet. Je crois que nous devrions tirer les leçons nécessaires de ce débat sur la réciprocité sous EMIR pour la directive MIF. Mais je pense que l'idée fondamentale (nous appelions cela réciprocité ou « effective equivalent system », qui est la formulation utilisée sous EMIR actuellement) est qu'une société européenne doit avoir un accès effectif aux marchés des pays tiers. Cet accès ne doit pas être

forcément octroyé de la même façon que nous leur octroyons, leur système juridique n'étant pas similaire. Mais le résultat doit être équivalent, dans le sens où ce marché doit, dans les faits, être ouvert pour les sociétés européennes si nous ouvrons notre marché.

Q.S. : *Vous venez de dire que nous ne parlons pas de réciprocité, vous avez utilisé un autre terme, qui prouve que nous cherchons politiquement à essayer malgré tout d'assouplir et finalement de ne pas respecter une parfaite réciprocité. Je trouve cela un peu dommage. Il est vrai que nous pouvons imposer à certains pays cette notion de réciprocité, de réelle équivalence; nous nous rendons bien compte qu'avec certains ce n'est pas le cas. Et je ne pense pas que cela soit à notre avantage.*

V.L. : Je ne suis pas au niveau politique, je suis au niveau technique. Je peux vous assurer que nous discutons régulièrement avec nos homologues américains pour vérifier la cohérence et l'alignement de nos règles respectives. Autant pour les acteurs américains que pour les acteurs européens, il y a vraiment une volonté d'aller de l'avant.

Question d'Emmanuel de Fournoux :
J'ai une question plus facile: ce texte a été présenté le 20 octobre. Depuis, le

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

Parlement s'en est emparé, j'imagine que vous avez eu des réactions. Est-ce que vous avez vous-même travaillé sur un certain nombre de points pour le modifier ou est-ce qu'il est toujours en l'état? Est-ce qu'il y a eu des évolutions sur certains points; et s'il y en a eu, sur lesquels?

V.L.: En fait c'est un processus législatif classique. La Commission a adopté une proposition en octobre et maintenant les négociations avec le Conseil ont débuté. Il y a déjà eu trois réunions où tous les États membres étaient autour de la table et nous ont fait part de leurs commentaires. En parallèle, il y a le débat au Parlement européen qui a commencé, il y a eu une audition publique en décembre de l'année dernière pour initier le débat à ce niveau. Le rapporteur, M. Ferber, a publié un questionnaire et a demandé vos contributions. Nous devons arriver à un accord entre les trois institutions européennes et au moment où cet accord est proche de se concrétiser, il peut y avoir éventuellement des modifications à la proposition de la Commission.

Q.S.: *J'ai une question concernant les conseillers indépendants. Vous avez indiqué tout à l'heure qu'un certain nombre de conditions allaient être posées pour pouvoir être conseiller indépendant et notamment la suppression des com-*

missions. Nous avons bien compris que c'est le système anglais. Ma question est de savoir si à côté du système anglais – dans d'autres pays dont la France on fonctionne avec des modalités totalement différentes – nous allons pouvoir garder le système existant qui serait désormais qualifié, j'imagine, de « conseillers non-indépendants »; c'est ce qui se passe un peu dans la banque-assurance. Pourriez-vous nous confirmer que de votre point de vue les deux systèmes pourront coexister?

V.L.: Dans la proposition actuelle, effectivement les deux systèmes peuvent coexister. Nous ne voulons pas réorienter le marché vers un type de modèle ou un autre. Nous voulons augmenter la transparence vis-à-vis des investisseurs, qu'ils sachent de quels types de conseils ils bénéficient et quelles sont les conditions liées à ce conseil. Mais dans l'état actuel les deux modèles peuvent complètement coexister.

Q.S.: *J'avais une question rapide sur l'extension de la MIF au service de la conservation. Comme la plupart des règles de la MIF s'appliquent plutôt aux activités de trading, comment voyez-vous concrètement cette extension? Il me semble qu'il y a un certain nombre de règles qui n'ont pas de sens pour les services de conservation, donc concrètement, comme cela va-t-il se traduire?*

V.L.: Le niveau 1 fixe les règles générales et au niveau 2, nous précisons davantage si c'est nécessaire. Mais honnêtement je ne vois pas d'incohérence pour le moment. Par exemple concernant les règles de protection des investisseurs, les obligations d'information s'appliquent à tous types de services. Par contre ce que nous appelons « suitability test » s'applique uniquement dans le cas de conseil en investissements ou de gestion de portefeuille. De fait, le service de tenue de compte conservation n'est pas sujet à ces obligations. Le test d'"appropriateness" est essentiellement pour tout ce qui est réception/transmission des ordres ainsi qu'exécution des ordres. Mais si nécessaire nous pouvons spécifier au niveau des mesures d'application. Je crois que l'idée est que tout type d'acteur systémique doit être couvert. Nous voulons couvrir

ce service qui est vraiment clé dans la mécanique des marchés financiers, mais tout en le soumettant à des exigences « proportionnées ». Pour le moment nous ne voyons pas d'incohérence entre les règles de la MIF et cette activité.

Q.S.: *Pour poursuivre la question concernant la tenue de compte-conservation, est-ce qu'il y a un lien qui est fait avec les négociations qui sont en cours dans la CRD4; en matière d'exigence en fonds propres spécifiquement pour ce service d'investissement, donc de tenue de compte conservation?*

V.L.: Honnêtement je ne sais pas, je ne peux pas répondre à votre question maintenant.

Q.S.: *Concernant le régime des pays tiers, je vois que pour les contreparties éligibles, elles n'ont pas l'obligation d'établir une succursale. Et en ce qui concerne les clients professionnels?*

V.L.: La notion de contrepartie éligible n'existe que pour certains types de services d'investissement. Et donc implicitement, les clients professionnels seront couverts par le régime pour les clients de détail. Ils devront établir une succursale s'ils veulent fournir des services à ces clients professionnels, puisque généralement ce seront des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille.

Q.S.: *Je n'ai pas compris pourquoi la problématique de l'intervention via une branch est traitée dans la directive MIF et pourquoi la partie relative aux "éligible contreparties" est dans MiFIR?*

V.L.: Cela relève de la technique juridique qui veut que tout rôle ou pouvoir octroyé à l'ESMA doit se faire par l'intermédiaire d'un règlement. (cfr. rôle pour l'ESMA dans le régime des contreparties éligibles). ■





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

Edouard Vieillefond,
Secrétaire Général Adjoint en charge de la Direction de la Régulation et des Affaires Internationales,
Autorité des Marchés Financiers

Après cette présentation, nous allons détailler le positionnement de l'AMF, notamment sur les questions de transparence vis-à-vis du marché (investisseurs et acteurs de marché) avec les problématiques d'optimisation de la formation des prix; et dans une autre mesure la transparence vis-à-vis des régulateurs (raisons prudentielles et micro-économiques) pour lutter contre les abus de marché.

Ce positionnement est validé dans ses grandes orientations stratégiques par le collègue de l'AMF qui l'a fait valoir auprès du Trésor et du Gouvernement qui sont à la manœuvre pour la négociation.

En termes de calendrier, cette directive est probablement la plus compliquée. Il s'agit d'un vaisseau amiral, du fait des impacts sur:

- ▶ la réglementation des marchés,
- ▶ leur structure,
- ▶ le traitement des prestataires de services d'investissements,
- ▶ le « transaction reporting »,
- ▶ la réglementation relative aux matières premières (suite à un rapport assez récent d'IOSCO).

Compte-tenu de la complexité du sujet, et des autres priorités réglementaires (CRD4, abus de marché...), le calendrier pourrait être plus long.

Le constat après mise en œuvre de MIF I

Un rapide bilan s'impose avant de détailler davantage MIF II et ses enjeux.

La mise en concurrence du système était justifiée car les monopoles ont beaucoup d'inconvénients, notamment lorsqu'ils sont privés. De fait, nous ne sommes pas pour un retour au monopole centralisé des bourses à l'ancienne.

Il y a tout d'abord un avantage classique qui est la baisse des prix (même si beaucoup d'études contradictoires circulent sur ce point), même si cette baisse profite plutôt aux intermédiaires, particulièrement lorsque des « blue chips » sont impliqués. Lorsque les prises de position sont réalisées sur des actions de PME, ou vu de l'investisseur, le bilan est moins favorable.

Nous constatons que des économies sont faites dans le système. Cependant, cela n'a guère amélioré la situation individuelle des investisseurs petits et moyens (au regard des investissements nécessaires pour accéder à l'information et aux nouvelles plates-formes).

« Avant d'être stable, avant d'être propre, un marché financier doit remplir une fonction fondamentale »

Cette dernière consiste à:

- ▶ former les prix pour contribuer au fonctionnement de l'économie,
- ▶ canaliser l'épargne et financer les entreprises, les émetteurs pour les actions, pour répartir les risques pour les marchés de dérivés.

MIF I, la crise économique et certains développements technologiques ont affecté cette fonction qui n'est plus remplie correctement.

De sérieuses inquiétudes planent sur le rôle fondamental des marchés qui est la formation des prix, même pour les marchés qui sont au cœur de MIF I: les marchés actions.

C'est pourquoi l'AMF préconise de repenser la structure des marchés « par le haut » avant de discuter de chaque plate-forme, en tenant compte de la composante transparence.

Historiquement, deux versions de la directive

MIF II ont circulé, la première a "fuité" le 18 août, la deuxième étant le texte officiel. Certains changements positifs ont pu être apportés et constituent de réels axes de progrès:

- ▶ Transparence pré-trade pour des instruments financiers autres que des actions,
- ▶ Négociation des dérivés suffisamment standardisés via des plates-formes organisées (c'est une version ambitieuse de la phrase du G20 avec le fameux « where appropriate »),
- ▶ Transparence post-trade,
- ▶ Amélioration du reporting au régulateur,
- ▶ Prise de mesures concernant le trading algorithmique (notamment du **High Frequency Trading**).

« Dans une directive très technique, le diable est dans les détails »

Cependant, il existe un certain nombre d'aspects qui peuvent être problématiques notamment autour de la transparence pré et post-trade.

Par exemple:

- ▶ D'une part, nous étendons le principe de transparence pré-trade pour le monde non-action. Le CESR a d'ailleurs émis un avis en précisant les modes opératoires pour les obligations, les CDS... en fonction des seuils, de la taille, de la fréquence.
- ▶ D'autre part, nous définissons des exceptions à ce principe.

Les dark-pools sont régulés car ce sont des MTF qui bénéficient d'une dérogation à la transparence pré-trade. Or, dans le projet de directive qui est proposé, la définition des waivers pour le monde non-action est très large. De fait, les négociations menées par l'AMF au CESR ainsi qu'à l'ESMA avec

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

les autres régulateurs (notamment avec les Britanniques) sont difficiles sur ce point.

La proposition relative aux dark-pools est-elle acceptable au regard des règles sur le waiver dans la directive MIF I et dans son règlement d'application ?

La nouvelle proposition n'apporte pas un nouvel éclairage sur les waivers. La rédaction de niveau 1 est la même.

L'ESMA a finalement un rôle réduit à la portion congrue, parce qu'il n'y a pas de "technical standards".

Le rôle de l'ESMA se cantonnera à émettre une opinion. De fait, un régulateur national pourra passer outre en approuvant seul un waiver sur son territoire.

La Commission européenne au niveau juridique en interne a beaucoup hésité entre décision et opinion.

Il s'agit d'un vrai sujet, nous l'avons vu dans le rapport Pinatton. Pour nous, le champ d'application des waivers devrait être réduit. Et surtout l'ESMA devrait être en charge d'un single rule book pour éviter les interprétations divergentes. (eg. sur la transparence pré-trade pour les systèmes hybrides).

Les consolidated tapes sont un autre exemple de proposition à améliorer :

- ▶ Elles seront réalisées de manière indépendante dans l'industrie, sans obligation de consolidation.
- ▶ Elles ne sont pas exhaustives (y compris sur les informations sur les trades OTC).

L'AMF a une position assez ferme sur ce point. Il n'est pas pertinent de promouvoir une consolidated tape qui n'est pas exhaustive.

De plus, nous prenons un retard considérable par rapport aux États-Unis à la fois pour les consolidated tapes pour les actions et le reporting, de type « trace », pour le système obligatoire.

Toutefois, une clause de rendez-vous a été introduite. Le mode de consolidation (à l'initiative de l'industrie) pourra être revu au bout de 2 ou 3 ans.

Les Organised Trading Facilities

La nouvelle plate-forme Organised Trading Facility proposée par la Commission euro-

péenne constitue une source de préoccupation. En effet, aujourd'hui, tout le périmètre du marché action n'est pas couvert : les « crossing networks » par exemple ne sont pas régulés. Ces derniers font partie du monde OTC et sont à la limite des MTF. Il est donc essentiel de couvrir un domaine plus vaste que les « crossing networks » afin d'éviter l'émergence de nouvelles zones d'ombre. L'OTF a été défini dans l'optique de :

- ▶ capter un certain nombre de catégories de plates-formes et de sous plates-formes assez larges : les « crossing networks » pour les actions et ce qu'il peut y avoir autour,
- ▶ créer une plate-forme qui puisse répondre à l'équivalent des « swap execution facilities » aux États-Unis pour les dérivés.

La difficulté que l'AMF rencontre porte sur le positionnement / la classification des OTF. Initialement, l'OTF devait être classée comme une plate-forme intermédiaire, moins régulée, entre le pur OTC et les MTF/MRS. Elle ne serait pas une vraie « trading venue » contrairement à la proposition de la Commission européenne.

De surcroît, la Commission européenne précise que la plate-forme pourrait être discrétionnaire, impliquant une interdiction de mettre du compte propre. In fine, la plate-forme devient un Prestataire de Service d'Investissement qui :

- ▶ Utilise un système interne,
- ▶ Doit vérifier que la règle de « best execution » est suivie.

Quid si cette plate-forme a un caractère discrétionnaire sur les prix, sur les ordres... ?

Être discrétionnaire sur les ordres implique que les transactions puissent se faire à la voix ; il n'y aurait donc plus de garanties de multilatéralité, de transparence pré-trade et de rencontre neutre des intérêts acheteurs et vendeurs.

Par ailleurs, si la vocation de l'OTF est d'être moins-disante avec un paramètre qui ne répond pas pour les dérivés à la définition de l'OICV et qui, pour les actions, est une plate-forme moins-disante par rapport aux MTF, alors dans ce cas-là l'OTF doit être une plate-forme régulée de façon intermédiaire (pas d'obligation de

regarder les abus de marché, pas de transparence pré-trade etc.)

« MIF II doit promouvoir la négociation sur des trading venues multilatérales et transparentes »

Suite au G20 et à EMIR, nous allons nous retrouver dans une situation qui sera mieux-disante pour les dérivés que pour les instruments au comptant (obligation de reporting, clearing, trading...)

Lorsque les dérivés ne sont pas suffisamment standardisés pour être compensés, il y a des règles très dures pour les contrats qui ne passent pas par une chambre de compensation.

En ce qui concerne le trading, suite à la phrase du G20, les dérivés doivent être négociés sur des plates-formes transparentes, multilatérales parce que c'est à cet endroit que les prix sont formés.

En outre, le marché action, en France, se décompose comme suit :

- ▶ OTC (marché non organisé) : 40-50 %
- ▶ Dark-pool (marché organisé) : 10-15 %

L'OTC et les dark-pools, soit le dark au total, tendent à représenter plus de 50 % du marché action aujourd'hui et peut-être beaucoup plus demain. De fait, la formation des prix se ferait sur 10, 20 ou 30 % de l'ensemble du marché. Afin d'éviter cela, il est nécessaire de créer un biais exactement comme pour les dérivés ; pour que l'OTC ne soit de l'OTC que lorsqu'il est justifié ; pour que les dark-pools ne soient pas exagérément larges non plus.

En termes d'impact sur les structures de marché, il est envisageable :

- ▶ D'expliquer la technique ESMA, pour les dérivés. Cette dernière déclare que tel ou tel contrat est standard et liquide, et par définition les actions le sont. Sauf exception, ces contrats doivent ensuite être négociés vers des plates-formes multilatérales ;
- ▶ De limiter le volume d'activité des OTF et de l'OTC en impliquant notamment un flagging systématique des transactions OTC.

Ceci permettrait d'identifier les transactions qui doivent participer à la formation des prix – « addressable liquidity » - et qui passent par les

vrais marchés, de celles qui n'y participent pas (eg. les transactions abandonnées). Par ailleurs, lors de l'élaboration des consolidated tapes, il faut bien différencier ces types de transactions. Il est essentiel de mettre fin au principe de neutralité du lieu de transaction qui a existé dans MIF I et il faut que l'essentiel des transactions passe par des marchés réglementés ou des plates-formes organisées.

Une analyse fine de l'OTC (flagging) devrait être réalisée au moyen d'un reporting spécifique, de consolidated tapes...

En effet, sur l'ensemble de transactions OTC, il y a :

- ▶ soit de très grosses transactions, des blocs qui devraient passer dans des dark-pools,
- ▶ Soit des transactions qui n'ont pas pour vocation d'aller dans le monde « lit », le monde transparent.

Au vu des volumes OTC, il est possible que certaines transactions soient suffisamment simples, de taille normale, et exécutées dans des conditions normales et qui donc auraient dû passer par une plate-forme multilatérale transparente.

« Vers une harmonisation internationale de la transparence pré-négociation »

La communauté internationale essaie de normaliser les marchés dérivés fortement internationalisés, elle doit le faire également pour les marchés actions. En termes d'équité de traitements, de concurrence, il pourrait être intéressant de converger également sur un certain nombre de ces paramètres en s'inspirant judicieusement de ce que font les autres pays. Certains pays anglo-saxons notamment, encadrent plus fortement les dérogations à la transparence pré-trade.

Consolidated tapes versus Trade repositories

Pour mener à bien le processus de consolidation de l'information post-trade, il est essentiel qu'il soit régulé par le haut, sous l'égide des pouvoirs publics, de la même façon que les fameux Trade Repositories dans le cadre d'EMIR (régulés et supervisés par l'ESMA).

Malheureusement, le retard que l'Europe prend sur ce sujet est d'autant plus important que la « best execution » est plus difficile à vérifier, puisque le post-marché actions est beaucoup plus éclaté qu'aux États-Unis. Ceci complexifie en effet la mesure des prix des transactions complètes : exécution plus la chaîne de post-marché. Concernant la transaction reporting, l'élargissement précédemment évoqué (c'est-à-dire l'alignement avec les pratiques sur les abus de marché) est une excellente nouvelle. Il s'agit des premières pierres qui sont posées sur le contrôle du trading algorithmique et notamment du High Frequency Trading. Elles incluent les systèmes et les contrôles à mettre en place, ce qui paraît évident suite au flash crash. Nous avons toutefois un certain nombre de points à faire valoir, particulièrement sur le HFT pour lequel nous avons la conviction que l'ESMA devrait être dotée de pouvoirs forts de supervision et de régulation.

Par exemple sur les pas de cotation, aujourd'hui il y a des plates-formes – membres de la FESE ou non – qui sont encore à quatre pas de cotation, à quatre digits après la virgule. Si le secteur privé, si l'industrie ne se mettent pas d'accord, qui peut mettre de la cohérence entre les différentes plates-formes pour qu'il n'y ait pas une course malsaine au HFT? C'est difficilement réalisable sans l'ESMA.

Nous pouvons imaginer d'autres régulations, la structure de tarification par exemple. Nous voyons bien que la structure de tarification des plates-formes recèle des enjeux extrêmement importants, notamment dans la promotion du HFT où paradoxalement nous nous retrouvons à faire payer moins les gens qui créent le plus de travail, de charges sur les plates-formes, et plus de travail pour les régulateurs aussi. Est-ce que cela ne devrait pas être l'inverse? Sans rentrer dans le micro-management de ces aspects, est-ce qu'il ne faut pas donner des grands principes du style : « plus vous mettez d'ordres et plus vous les annulez, et plus vous envoyez de messages plus vous payez? » ; Et pas l'inverse. Parce que cela devient un problème également systémique et nous voyons bien que le HFT, dans un passé récent, a mis aussi en Europe des plates-formes à la limite de leur capacité. Donc pourquoi ces entités-là devraient-elles payer moins et pas plus? Il nous semble que cet

aspect est beaucoup plus consensuel que l'idée de ralentir la photo, qui elle est beaucoup plus compliquée, parce qu'on sait que si on touche à la latence, c'est le compte propre des acteurs qui est en jeu.

En termes de reporting pur, il y a beaucoup de choses intéressantes dans le projet MIF II. À terme nous sommes convaincus d'une chose : il faudrait aller vers un système de centralisation européen, un système de surveillance globale centralisé quelque part sous l'égide de l'ESMA. Est-ce qu'il faut inventer une FINRA européenne? Nous ne savons pas, mais nous ne vivons pas sur la durée avec 27 régulateurs nationaux en Europe qui regardent chacun leur bout de marché, cela ne fonctionne pas comme ça parce que notamment nous voyons très mal, ou avec des délais, les transactions transfrontières.

C'est pourquoi à court terme nous demandons à la Commission, au Conseil, au Parlement, d'avoir a minima un accès direct aux transactions sur actions qui se font sur les actions listées, cotées dans notre juridiction mais sur des MTFs étrangers et que cet accès soit direct et non pas par le régulateur des pays concernés. Cela n'existe pas aujourd'hui. À terme nous aurons le même débat sur le consolidated audit trail qu'aux États-Unis. Ce point d'ailleurs fait l'objet d'un groupe de travail de l'OICV.

Il y a toutefois une petite aberration qui consiste à dire que pour les actions, nous pensons à la consolidated tape, c'est-à-dire à l'information post-marché pour les investisseurs, mais nous ne pensons pas vraiment à l'information consolidée au régulateur alors que pour les dérivés nous faisons exactement l'inverse. Nous pensons à la trade repository, qui est initialement prévue pour donner de l'information au régulateur, mais pour l'instant qu'est-ce que nous faisons en information post-marché pour les investisseurs, éventuellement via les trade repositories? C'est un débat qui est à peine naissant. Nous voyons bien que nous traitons de façon très différente ces aspects alors que dans les deux cas, nous avons une base pour faire les deux :

- ▶ l'information au marché,
- ▶ l'information au régulateur.

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie



Questions de la salle

J'ai une question sur les « inducements ». Finalement l'interdiction faite est quelque part une sorte d'échec de la transparence. Comment l'analysez-vous ? Est-ce que nous ne pourrions pas avoir le même type de système en termes d'application que ce qui vient d'être promulgué pour les produits bancaires ? Soit vous êtes effectivement courtier en conseil, donc vous avez une indépendance, soit vous ne l'êtes pas, mais vous rentrez dans d'autres cadres : mandataires exclusifs, non exclusifs, etc ; dans lesquels nous pourrions du coup conserver ce qui existe aujourd'hui ?

Réponse d'Édouard Vieillefond :

Effectivement c'est un sujet très compliqué et par ailleurs assez politique. D'abord sur les rétrocessions. Je parle des rétrocessions dans la distribution et pas dans l'autre cas qui est la gestion de portefeuille. Ce sont des distributeurs dont il s'agit principalement. Il est vrai que la position de la Commission est un peu un compromis entre une position très dure -

vers laquelle s'oriente le Royaume-Uni, qui est carrément l'interdiction des rétrocessions - et puis l'existence du système français qui est de permettre les rétrocessions sans les différencier d'autres systèmes. Donc le fait de dire : « pour être indépendant il faut remplir un certain nombre de conditions dont l'interdiction des rétrocessions », c'est déjà un compromis, parce que cela veut dire : « je ne vous interdis pas, mais vous n'avez pas le droit à un label ». Alors nous pourrions dire que c'est une bonne solution de compromis, dans le même temps le label indépendant, non-indépendant... Il faut voir ce que cela va donner a contrario, c'est-à-dire il est un peu infamant. Quand on crée un label, c'est bien parce que ceux qui ne l'ont pas sont considérés comme moins bons, et que le modèle qu'ils utilisent est en-dessous. Alors ce que nous avons tendance à dire, c'est un peu plus compliqué que ça, il y a de vrais sujets de risques de conflits d'intérêts à gérer dans les rétrocessions, ce n'est pas à nous qu'il faut le dire, c'est très clair. Mais dans le même temps, défendre un modèle britannique par rapport à

un autre où nous savons que dans ce modèle il y a également de graves problèmes de conflits d'intérêts à réguler, à superviser et qui ne sont pas les mêmes... Est-ce que nous acceptons au départ le fait qu'il y ait un label ? Peut-être un choix serait fait par certains de dire : « oui, effectivement le label n'est pas grave et je n'en ai pas besoin ». Nous pouvons l'imaginer et alors le texte raterait son objectif... Les banques disent : « bien sûr, nous ne sommes pas indépendants, puisque dans notre réseau nous vendons des produits de notre maison mère ». C'est normal, vous le savez, vous allez chez Renault, vous achetez une Renault, sauf exception en occasion. Là c'est un peu pareil.

Quelle est notre position sur ce sujet ?

Le label pourrait d'abord être un compromis, mais c'est vrai qu'il est un peu infamant, asymétrique, et que ce n'est pas la solution idéale. Ce que nous pensons devoir regarder en pratique, ce sont les conditions dans lesquelles les rétrocessions sont acceptables ou pas. Et il est vrai qu'il y a des champs de progrès, sur la

transparence - ça c'est très clair, nous sommes intimement convaincus que ce chantier peut amener un compromis. S'il y a beaucoup plus de transparence sur les inducements, sur les rétrocessions à tous les instants: avant, pendant, après, cela peut aider à faire beaucoup de progrès. Nous pensons également que quand il y a des rétrocessions pendant la durée de vie du produit, il y a conseil. C'est notre interprétation de la MIF: nous ne pouvons pas avoir de rémunération s'il n'y a rien en face. Et nous pensons qu'à un moment ou à un autre l'industrie française devra s'adapter. Cela ne veut pas dire faire un conseil exhaustif régulier tous les jours, mais au moins un devoir d'alerte sur un certain nombre de points, exemple les SICAV monétaires, quand la rémunération nette devient négative, il y a quand même un devoir d'information vis-à-vis de ses clients. Nous avons vu des cas récents là-dessus. Après, autre piste, est-ce qu'il faut effectivement ne pas séparer le traitement des rétrocessions chez les CIF par exemple et traiter de façon très différente dans les banques, via la rémunération du conseiller? Nous pensons que ce serait assez prometteur de voir quelles sont les incitations du conseiller en agence bancaire pour voir vraiment quelles sont ses incitations à lui, en plus de la documentation marketing qu'il a, etc... C'est important de voir quelle est sa structure d'incitation. Peut-être qu'éventuellement nous pourrions faire une séparation — à voir, ce sont des premières idées — entre le salarié interne, que nous ne capterons pas par les inducements, et l'entité autonome qui est en général le CIF qui est de petite taille mais beaucoup plus fondamental.

Voilà où nous en sommes, c'est le début des discussions avec la Commission européenne, avec le Parlement, le Conseil... Il est très clair que c'est un débat important, nous faisons attention à ce que ce débat ne soit pas le seul. Parce qu'il y a une tendance - notamment en France - à ne parler que de cela quand on parle de la MIF - tellement c'est politiquement sensible. Quand nous parlons de la MIF, nous évoquons plutôt l'autre sujet, la structure des marchés, parce que celui-là est un petit peu plus technique, seulement si nous ne le défendons pas à la fin nous aurons des surprises qui seront infiniment plus mauvaises que si nous obtenons un compromis moyen sur les inducements.

Q.S. : L'AMF a sorti mi-janvier un texte sur le reporting des transactions sur les OTC dérivés. L'ESMA a produit fin décembre une guide line sur tout ce qui est trading électronique visant à encadrer tout ce qui va être autour du DMA et de l'algo. Comment toutes ces démarches qui visent à mettre en œuvre un certain nombre de choses dans les mois qui viennent - vont-elles se caler avec un texte qui a un calendrier légèrement différent et qui est en discussion au Conseil?

E.V. : Nous essayons d'être les plus cohérents possible dans l'attente de la mise en œuvre de directives et de règlements que nous ne connaissons pas encore, ce qui est un exercice assez sportif. Concernant la MIF, le temps de négociation de la mise en œuvre, sous le contrôle de la Commission, nous sommes plutôt sur 2013 voire 2014. Sur les deux sujets, et notamment sur le premier, systèmes et contrôles, CESR et maintenant l'ESMA ont précisé que cela devenait des guides lines, (article 16), qui sont appliquées selon un système un peu compliqué de comply or explain. Nous allons le dire de façon assez directe. C'est la première couche des obligations qui doivent exister pour vivre dans un monde d'algorithmes. Suite au flash crash, c'est complètement consensuel au niveau européen, au niveau international. D'ailleurs, dans le texte de la Commission, vous retrouvez pour beaucoup cette rédaction. Donc vous avez une cohérence. C'est ce que l'industrie devra faire à court terme pour mettre en œuvre. Elle ne va pas se retrouver dépaysée dans la MIF avec cette partie-là. Mais ce que nous disons par ailleurs, c'est que nous aimerions bien qu'il y ait une deuxième partie sur le HFT qui soit spécifique HFT. C'est un premier exemple, après celui du reporting des dérivés, où nous anticipons la MIF, où nous appliquons notre propre plan stratégique où nous disons depuis longtemps que surveiller les actions ce n'est pas suffisant. Par ailleurs la Loi de Régulation Bancaire et Financière nous a donnés en octobre 2010 des pouvoirs supplémentaires que nous mettons en œuvre de façon pragmatique; c'est-à-dire qu'avec les moyens que nous avons, nous regardons ce qui est le plus important à court terme: certains dérivés ou certaines dérivés sur matières premières, etc... Là aussi, nous essayons d'être cohérents,

nous essayons d'augmenter le périmètre du reporting et de faire le reporting via les systèmes actuels, dans la perspective des trade repositories, où cela ne devra pas non plus être un traumatisme pour l'industrie. Les standards de reporting se ressemblent de plus en plus. En ce moment, l'ESMA est en train de travailler avec des technical standards d'EMIR, et nous nous disons à chaque fois: « comment faisons-nous pour assurer la cohérence EMIR, trade repository et MIF reporting? ». C'est parfois un peu le grand écart mais nous y arrivons à peu près. Nous discutons beaucoup avec l'industrie et a priori nous y arrivons. En tout cas à chaque fois que nous faisons cela, nous avons dans l'esprit que ce que nous faisons à court terme doit être cohérent à long terme pour éviter des doubles systèmes de reporting, parce que nous savons que cela coûte cher, du temps, de l'argent... ■

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie



Les évolutions pour les marchés et les enjeux concurrentiels

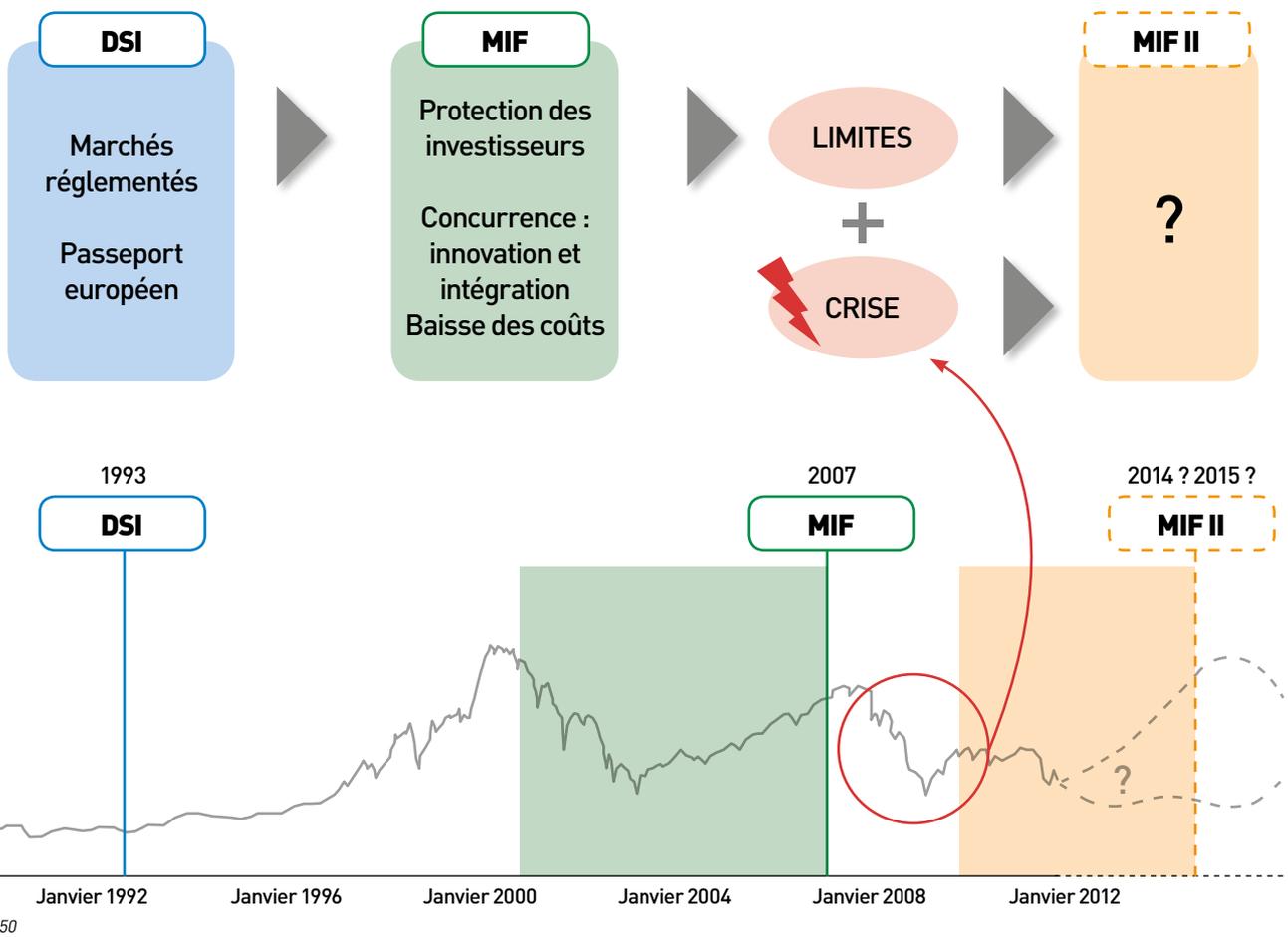
Jean-François Rigal,
Directeur Général, Equinox Consulting

Gaspard Bonin,
Directeur associé, Equinox Consulting

Nous voulons tout d'abord remercier le président RONCIN et l'AFTI de nous avoir invités pour partager avec vous quelques idées sur MIF II qui est un sujet très nouveau et assez controversé. C'est un peu normal puisque le texte est très récent : 20 octobre 2011 ; et nous avons vu que le cheminement va être encore long avant

l'adoption définitive et surtout la mise en œuvre (probablement à horizon 2014). Aujourd'hui notre ambition est de partager avec vous notre première compréhension des enjeux de MIF II et d'en débattre avec vous, ce sera l'objet bien sûr de la table ronde.

Le régulateur avait prévu dès l'origine la nécessité de revoir la MIF. En effet, la nécessité étant la meilleure des vertus, lorsque nous entendons aujourd'hui certaines critiques ou mises en garde des acteurs de la Place, le besoin d'améliorer les dispositions de 2007 semble revêtir un caractère d'urgence particulier.



En effet, un certain nombre d'acteurs de la place s'accordent à dire que MIF I est un échec relatif puisque sa mise en œuvre n'a pas véritablement entraîné de baisse des prix ni de surplus de croissance.

L'AMF a par ailleurs été assez claire sur ce point et tire la sonnette d'alarme depuis plusieurs mois en constatant qu'une part de plus en plus importante des transactions n'a plus beaucoup de rapport avec l'économie réelle d'une part, mais aussi avec l'économie financière traditionnelle; et obéit à des règles ou à des techniques qui se rapprochent de la manipulation de cours.

Le rapport Fleuriot estime que le surcroît de concurrence entre places des marchés – et donc la multiplication des « venues » – a rendu d'une certaine façon la compréhension et la formation des prix plus complexe et coûteuse. Ceci a d'ailleurs été largement évoqué par l'AMF lors de l'intervention d'Édouard Vieillefond.

Enfin, du point de vue des émetteurs, il ne faut

pas oublier que la multiplication des « venues » évidemment est le corollaire du morcellement de la liquidité. Elle rend quasiment illisible l'évolution du cours de leurs titres.

À ce stade (trois mois après la publication des premiers textes de MIF II), il convient bien sûr d'être prudents puisqu'on est en plein processus de consultation et de lobbying.

De fait, nous avons pris le parti de construire notre réflexion selon une démarche simple et logique qui va consister à repartir des objectifs de MIF I, qui ont déjà été clairement exposés:

- ▶ la protection homogène des investisseurs,
- ▶ le développement de la concurrence et,
- ▶ la réduction des coûts de transactions pour les investisseurs et du coût d'accès au capital pour les émetteurs.

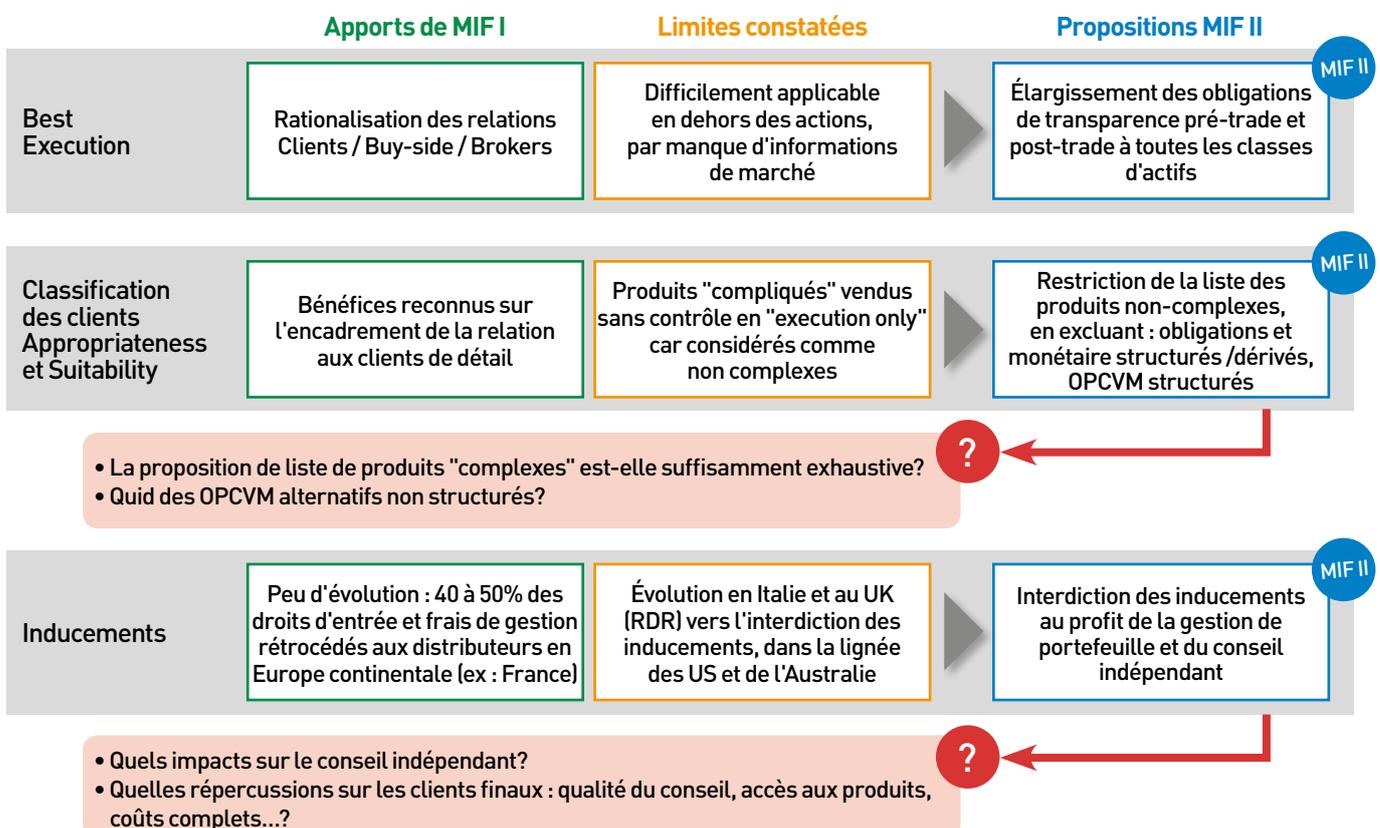
Nous essaierons ensuite de porter un avis sur les succès et les limites constatés après quatre ans d'application de MIF I pour expliciter les dispositions proposées par la Commission européenne

pour pallier les limites qui ont été observées. Enfin nous essaierons de mettre en avant les questions fondamentales qui sont soulevées par les nouvelles propositions et nous essaierons d'identifier lorsque c'est possible les impacts concrets sur les métiers qui sont concernés par MIF II.

Premier objectif: la protection des investisseurs

Cet objectif repose sur trois axes:

- ▶ la « best execution »,
- ▶ le classement des clients et l'adéquation des produits et services vendus au profit du client,
- ▶ l'encadrement des rétrocessions, qui était destiné à éviter les conflits d'intérêt liés à la distribution des produits financiers et en particulier des fonds.



Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

La « best execution »

Concernant la « best execution », c'est un succès partiel, en tout cas pour les actions, puisqu'elle a clairement permis de rationaliser la relation entre le client et l'établissement buy side et sell side, elle a aussi permis de mettre en place des critères objectifs de mesure de la performance, d'allocation des flux de transaction et de comparaison des prestations de recherche. En revanche, la « best execution » s'est avérée difficilement applicable pour les autres classes d'actifs, puisqu'aujourd'hui la seule façon de faire est de procéder à des appels d'offres et de conserver le résultat du meilleur prix obtenu. C'est le cas bien sûr pour les obligations et les produits dérivés. C'est une des raisons pour lesquelles MIF II demande et introduit l'obligation de transparence pré-trade et post-trade pour l'ensemble des classes d'actifs en visant en particulier les obligations et les produits dérivés.

La classification des clients

La classification et l'adéquation des produits et services qui sont vendus au client en fonction de son profil est une avancée certaine, notamment en ce qui concerne l'encadrement de la relation au client et en particulier des clients retail. Il y a eu beaucoup d'investissements faits par les réseaux bancaires dans ce domaine-là et très clairement nous avons l'impression que la relation aux clients s'est un peu plus profes-

sionnalisée sous l'égide de MIF I. Cependant, et comme la Commission l'a souligné, il y a un certain nombre de produits « compliqués » qui étaient considérés comme non-complexes par MIF I, donc non soumis aux obligations de contrôle et pouvant être vendus en mode « execution only » qui sont en réalité des produits complexes. MIF II, pour répondre à cette anomalie, a défini de façon un peu plus précise la notion de produit complexe de sorte à élargir l'ensemble de cette liste aux produits structurés. Aujourd'hui, le débat porte en définitive sur l'exhaustivité de cette dernière, puisque des produits financiers, il s'en crée tous les jours, notamment des fonds alternatifs qui ne sont pas encore forcément concernés par la définition de MIF II.

Les rétrocessions

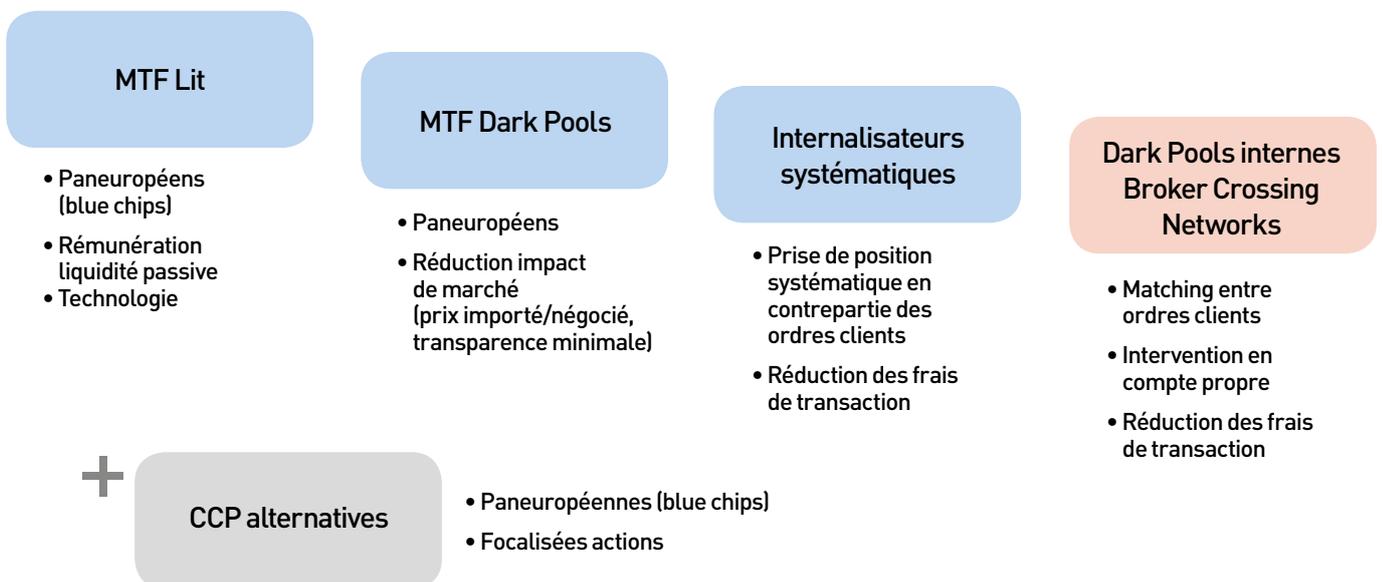
C'est le point le plus important auquel nous sommes particulièrement sensibles sur le marché français. La volonté initiale du régulateur était de limiter ou de réduire les inducements le plus possible en définissant des critères d'autorisation des rétrocessions: absence de conflit d'intérêts, transparence, existence d'un service à valeur ajoutée pour le client final. Quand nous regardons aujourd'hui l'évolution des rétrocessions par rapport à ce qu'elles étaient avant la MIF, en réalité rien n'a changé ou pas grand-chose. En effet, nous sommes tou-

jours sur les mêmes niveaux de rétrocessions: 40 à 50 % des droits d'entrée et des frais de gestion sont rétrocédés aux distributeurs. C'est vrai pour la France, mais c'est vrai aussi pour l'ensemble du marché de l'Europe continentale, à quelques exceptions près. C'est pourquoi, la Commission européenne souhaite aller plus loin, en prenant comme exemple certains marchés comme l'Italie sur lequel les inducements sont interdits pour les services de gestion de portefeuille mais pas pour le conseil indépendant. Ou encore le Royaume-Uni, puisqu'avec la nouvelle règle de RDR qui va bientôt être mise en place, il y aura une séparation claire et totale entre les « fees » perçus par les conseillers indépendants et les sociétés de gestion.

C'est un débat évidemment qui n'est pas que politique, qui pose aussi beaucoup de questions sur la façon dont la profession va évoluer: *Qu'est-ce que l'on appelle déjà un conseiller indépendant ? Quels vont être les impacts réels sur la répartition des revenus entre distributeurs et sociétés de gestion ? Quel va être l'impact sur la qualité du service au client final ?*

Deuxième objectif: innovation et intégration par la concurrence

Le deuxième objectif de MIF I était l'accroissement de la concurrence pour promouvoir



notamment l'innovation et catalyser l'intégration des marchés financiers.

L'innovation sur les marchés actions semble à tout le monde indéniable, puisque nous avons vu 4 nouveaux types de marchés se développer ex nihilo ou à partir des structures, des statuts qui avaient été prévus par MIF I (les MTF, les internalisateurs systématiques):

- ▶ MTF dit « Lit », basés sur un carnet d'ordres fonctionnant comme celui des marchés électroniques historiques (NYSE Euronext, LSE SETS, Xetra...), innovants par leur caractère paneuropéen, leur modèle tarifaire (très agressif: à l'époque 10 fois moins cher, et avec rémunération de la liquidité passive) et leur technologie, avec des temps de latence très réduits par rapport aux performances des carnets d'ordres centralisés historiques.
- ▶ MTF « Dark Pools »: également paneuropéens, et surtout dont le modèle d'exécution

permet une réduction importante de l'impact de marché sur les gros ordres, puisque les transactions sont exécutées à un prix importé (par exemple le mid du marché de référence) ou négociées directement entre les deux contreparties.

- ▶ Internalisateurs systématiques: positionnement systématique en compte propre face aux ordres des clients, en évitant ainsi les frais d'infrastructures de marché (trading et clearing)
- ▶ Dark Pools internes et Crossing Networks: matching d'ordres clients entre eux et/ou face au compte propre, de manière discrétionnaire selon une politique d'exécution.

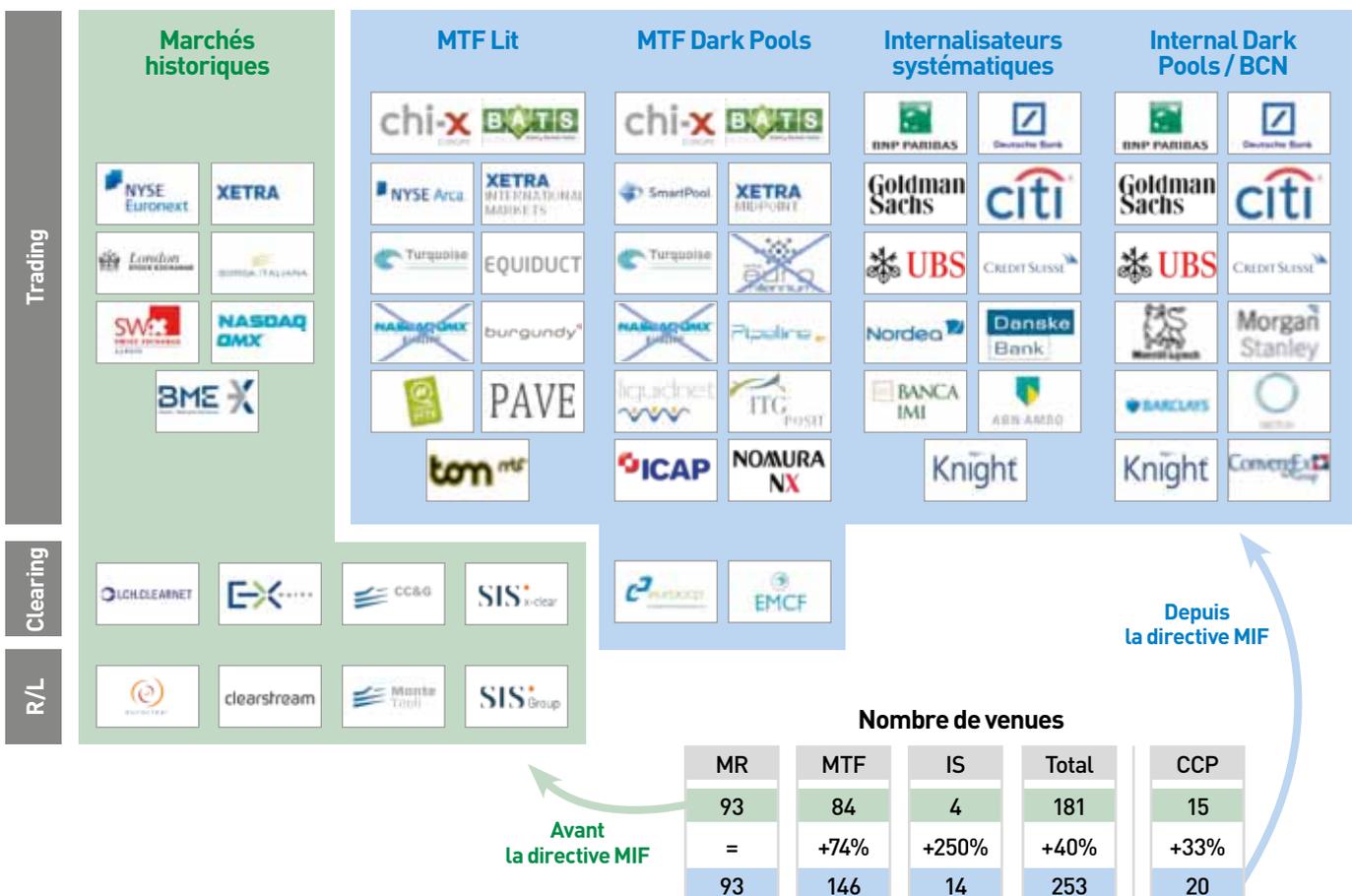
Avec ces différentes places de marché se sont développées des chambres de compensation alternatives qui les ont accompagnées dans le clearing des actions, principalement blue chip et paneuropéennes.

L'innovation a été portée par:

- ▶ de nouveaux marchés,
- ▶ de nouvelles « venues » en nombre très important puisque beaucoup d'intervenants avaient considéré dès les prémices de MIF I que la nouvelle réglementation serait une opportunité de développer de nouveaux services et de nouveaux revenus.

On citera en particulier Chi-X, BATS Trading, et Turquoise pour les marchés alternatifs « Lit », sans oublier ceux développés par les marchés historiques comme NYSE Arca ou Xetra International Markets.

Pour les dark pools, les principaux acteurs sont les dark pools américains (Liquidnet, ITG Posit, Pipeline), les marchés alternatifs qui ont également développé des compartiments « dark » (Chi-X...) et les marchés historiques (Smart Pool).



Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

Une douzaine d'internalisateurs systématiques et un grand nombre de dark pools internes / crossing networks viennent compléter ce tableau.

Au global, le nombre de marchés a augmenté de 40 % selon les tablettes de l'ESMA entre le 1^{er} novembre 2007 et le 1^{er} janvier 2012, pour s'établir à 253 places de marché, dont 146 MTF! À l'instar de ce qui s'était passé aux EU, on peut penser que cette première phase créative sera suivie d'une phase de consolidation. Heureusement pourrait-on dire, la liquidité ne s'est pas également répartie entre ces 253 venues.

Mais la fragmentation est néanmoins une réalité puisque:

- ▶ Les MTF Lit représentent 20 % de la liquidité globale,
- ▶ Les dark pools externes et internes respectivement 6 % et 13 %.

Fait marquant: le 1^{er} marché européen est aujourd'hui CHI-X BATS avec 25 % des flux « Lit », contre 15 % pour NYSE EURONEXT en seconde position...

En revanche, nous sommes un peu moins pessimistes que l'AMF, même s'il est compliqué de consolider des chiffres (du fait de l'absence de consolidated tape), nous estimons que la part des flux hors marchés organisés Lit n'a pas réellement évolué: 40 % des volumes restent « opaques », i.e. en OTC ou traités sur des dark pools.

Quelles sont les limites qui ont pu être identifiées concernant ce deuxième objectif ?

Nous avons essayé de les classer un peu en deux grands types de limites.

- ▶ Des pans de marché qui auraient été oubliés par la première directive et puis,
- ▶ des effets « pervers » que nous avons identifiés qui ont pu être apportés par la crise ou la technologie.

Les pans de marché « oubliés » et les effets « pervers »

En ce qui concerne les pans de marché oubliés, il y en a un certain nombre, notamment ceux représentés par **les systèmes de matching interne des ordres de clients**, que nous pourrions élargir plus généralement aux dark pools internes, c'est-à-dire tous les systèmes d'exécution internes aux brokers ou aux banques. C'était quelque chose qui existait déjà de manière plus ou moins tolérée avant la MIF mais qui n'avait pas été pris en compte dans les textes initiaux. C'est pourquoi le statut d'OTF a été introduit, avec théoriquement les mêmes contraintes de transparence que les marchés réglementés et les MTF aujourd'hui. L'OTF possède les deux caractéristiques suivantes: exécution discrétionnaire, donc encadrée par une politique d'exécution plutôt que par un rule book, et interdiction du compte propre.

Ceci soulève plusieurs questions:

- ▶ L'OTF répond bien à l'encadrement des systèmes de matching interne d'ordres clients. Cependant, le fait que nous ne puissions pas mettre de compte propre à l'intérieur fait que finalement la manière dont de nombreux brokers et banques s'organisent aujourd'hui en regroupant compte propre et compte client n'est pas vraiment couverte. C'est en quelque sorte une incitation à la ségrégation (ou a minima qu'elles revoient un peu la manière dont elles travaillent)
- ▶ Deuxièmement, quel est le risque que certains MTF évoluent en OTF, entraînant une perte sur la transparence?

Les trois autres pans de marché concernent:

- ▶ Les matières premières,
- ▶ Les dérivés OTC, et
- ▶ Les dérivés listés.

Les matières premières

Concernant les matières premières, très partiellement introduites dans MIF I, l'objectif de MIF II est de définir des limites sur les marchés en positions et en transactions sur les différents participants de marché ainsi qu'un certain nombre de dispositifs de transparence et de reporting.

Développement des "Broker Crossing Networks" et "Dark Pools internes"

- Pas de statut prévu par MIF I
- Part importante de liquidité (≥10%)
- Aucune transparence pré-trade

MIF II

Création du statut d'OTF "Organised Trading Facility"

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

Lieu d'exécution MIF II

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

Matières premières

- Exclus de MIF I
- Pratiques spéculatives dommageables à l'industrie/aux particuliers

• Définition par les RM / MTF / OTF de limites sur le trading / les positions de chaque membre

• Reporting hebdomadaire public des positions par type de participant (+ par participant à la demande des régulateurs)

MIF II

- Comment fixer les limites par participant / membre de marché?
- Quelle pertinence vs. teneurs finaux des positions?

Dérivés OTC

- Taille (USD 600 trio), opacité et risque porté par le marché
- Engagements du G20 (sept. 2009) : standardisation, clearing, trading organisé...

• En coordination avec EMIR, obligation d'exécution des opérations standards et liquides éligibles au clearing sur des plate-formes organisées : RM, MTF ou OTF

MIF II

- Quel avenir pour les plate-formes propriétaires des principaux animateurs de marché ("Single Dealer Platforms")?
- Quelles opportunités pour les infrastructures de marché?

Comment ces limites seront-elles définies ? Seront-elles pertinentes pour les personnes qui tiennent des positions (et qui ne participent pas directement au marché) ? En quoi allons-nous réellement piloter l'activité des gens qui traitent sur ces marchés ?

(sachant que cela a aussi un impact sur la chaîne post-marché) Que vont devenir ces plates-formes qui ne sont pas multilatérales ? (Qui ne rentrent pas dans le statut de RM ou de MTF et sur lesquelles il y a du compte propre, donc qui excluent du statut des OTF).

Les marchés OTC

Deuxième pan non traité par MIF I : les marchés OTC, les dérivés OTC.

MIF II y accède par les engagements du G20 de fin 2009 en prenant la partie sur le trading (standardisation, clearing...), le reste étant couvert par EMIR. L'idée est d'imposer la négociation de tous les instruments OTC standardisés (donc compensés par une chambre de compensation selon EMIR), c'est-à-dire, suffisamment liquides sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF.

Qu'est-ce que seront ces plates-formes sur lesquelles sont traités les OTC ? Est-ce que les marchés historiques ou les MTF existants vont s'orienter vers le traitement de ces produits-là ? Est-ce qu'ils considèrent que c'est une opportunité pour eux et est-ce que c'est faisable pour eux ? Est-ce que ce sont plutôt les plates-formes de trading électronique qui existent déjà aujourd'hui qui vont essayer de se mettre sur ce marché ? Comment allons-nous traiter nos opérations ?

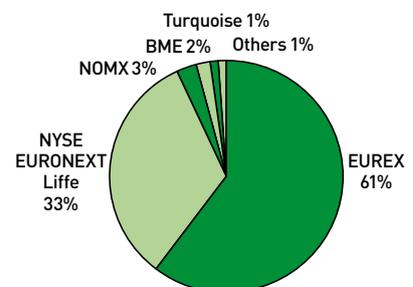
Cela va demander beaucoup de réflexions sur l'avenir de ces « single dealer platforms » sur lesquelles il y a eu beaucoup d'investissements dans les années récentes.

Les dérivés listés

Dernier pan de marché « oublié » que nous voulions adresser, c'est la partie dérivés listés.

Le marché a été plus ou moins oublié par la concurrence, puisque c'est au cœur des débats sur NYSE EURONEXT, Deutsche Börse. Tous les deux recouvrent effectivement plus de 90 % de part de marché aujourd'hui en Europe sur les dérivés listés. Une des raisons évoquées par la Commission européenne est la difficulté du développement de la concurrence sur ces produits malgré les efforts faits par les MTF à cause de la fermeture des structures post-marché, notamment des chambres de compensation. LCH.Clearnet SA a ouvert et traite pour Turquoise ses dérivés, mais pas forcément avec du cross margining. Eurex en revanche n'a

Concurrence réduite sur le trading des dérivés listés...



Volumes 2011 en nombre de contrats

Source : FESE, Turquoise (stock, index & bonds futures & options - 2011)

... malgré les initiatives des MTF



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



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

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

pas ouvert sa plate-forme, même si c'est une des propositions faites justement dans l'accord proposé. C'est pourquoi il nous semble que la proposition de la Commission peut apporter un changement fort en imposant aux chambres de compensation d'accueillir les contrats traités sur toutes les plates-formes, mêmes s'ils ne sont pas fongibles. De fait, ils pourront être traités de manière cohérente en termes d'appels de marge et de collatéral mobilisé; ce qui pourrait être un progrès assez significatif.

Est-ce applicable ou est-ce que cela restera un vœu pieux comme a pu l'être en grande partie l'interopérabilité en son temps ?

Les effets pervers : la fragmentation

Concernant les effets « pervers » liés au sujet clé de la transparence qui est depuis le début un des objectifs très importants de la révision de la MIF, les constats ont été faits qu'effectivement, il n'y avait pas de transparence sur toutes les classes d'actifs (du fait de la fragmentation).

Cependant, l'introduction du statut de « consolidated tape » implique une réduction des coûts avec notamment la fourniture gratuite des données de marché au bout de 15 minutes.

Les consolidated tapes peuvent-elles être efficaces si elles ne sont pas uniques ? Ou si elles ne répondent pas à des appels d'offres encadrés de manière institutionnelle un peu comme ce qui est fait sur les « trades repositories » ?

Les effets pervers : les évolutions technologiques

L'autre effet « pervers » touche à la formation des prix et au trading à haute fréquence qui représente une part importante du marché. Alors même que d'aucuns y accordent certaines vertus comme l'apport de volumes sur les marchés, peut-être des réductions des spreads, des arbitrages sains entre plates-formes, beaucoup y voient surtout des effets négatifs :

- ▶ Le premier, c'est la réduction de la taille de transactions, qui a été divisée par trois depuis 2007.
- ▶ Et puis un deuxième qui est beaucoup commenté, c'est l'effet perturbateur négatif sur la formation des prix. Et d'autant plus perturbateur et négatif qu'il est généré par une

Fragmentation et incomplétude des informations de marché

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

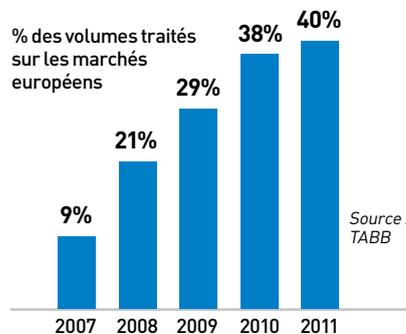
- Extension de la transparence pré/post-trade à l'ensemble des classes d'actifs
- Publication gratuite 15 min après la transaction
- Création du statut "commercial" de CTP (Consolidated Tape Providers)
- Standardisation des formats (ESMA, APA)

MIF II

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

?

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



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

Pros

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

Cons

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

Pour les PSI utilisant des algorithmes de trading :

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

Pour les marchés réglementés :

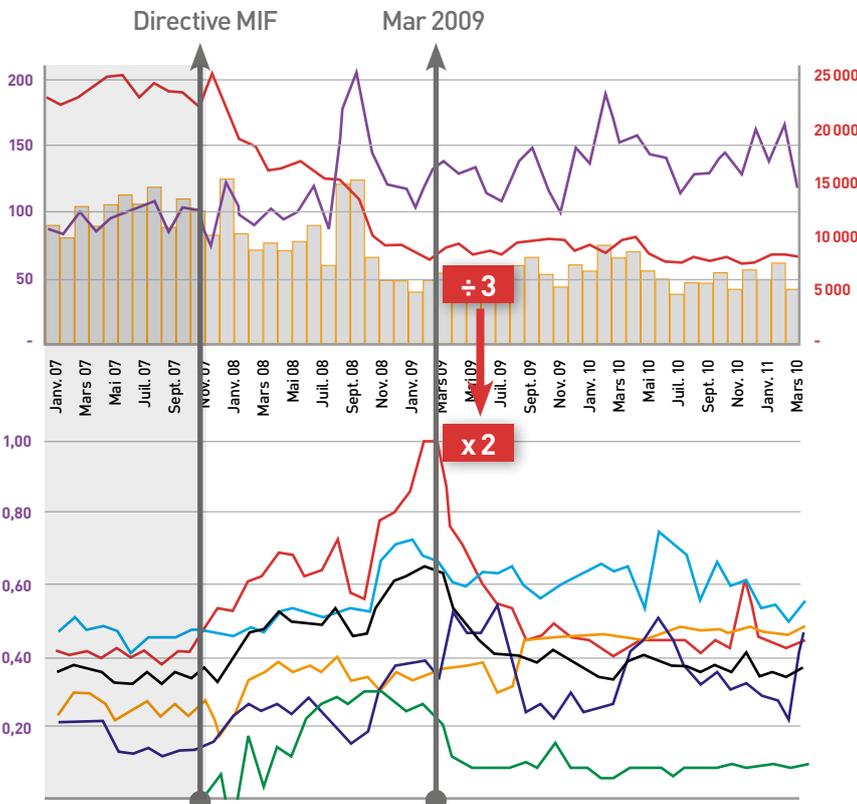
- Coupe-circuit
- Ratio d'annulation maximal
- Délai de latence minimal
- Pas de cotation minimal
- Dispositif de colocation et grille tarifaire non-discriminatoire

MIF II

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

?

+ ESMA 22 décembre 2012



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

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

Depuis nov. 2007

- +16%** Nombre d'exécutions
- 64%** Montant moyen par exécution

Évolution du coût de négociation en points de base

Bp 2011	Depuis nov. 2007	
0,56	+18%	Deutsche Börse
0,48	+71%	LSE
0,48	+219%	Borsa Italiana
0,45	-1%	NYSE Euronext
0,37	0%	Tous marchés
0,10		MTFs

liquidité considérée par beaucoup comme artificielle, puisque 90 % des ordres envoyés par les traders haute fréquence sont annulés.

De fait, les propositions faites par la Commission, nous semblent assez courageuses.

Les mesures qui portent sur les prestataires de services d'investissement en tant que tels, sur les tests de leurs mécanismes, sur le reporting, l'explication qui devra être apportée annuellement auprès des régulateurs, enfin l'obligation d'apport continu de liquidités à des prix compétitifs, nous semblent extrêmement ambitieuses.

Cependant, en lisant le texte, nous avons l'impression que cela couvrira uniquement les marchés réglementés avec des contraintes sur le contrôle et les mécanismes qui empêcheraient le trading haute fréquence de prendre trop d'importance sur les plates-formes.

Quelle distinction faire entre un investisseur

buy side, un gérant d'actifs qui utiliserait un algorithme que lui a fourni un de ses brokers pour essayer de réduire l'impact de marché sur ses ordres et un trader haute fréquence qui a vraiment envie de manipuler les cours pour en tirer parti et qui a vraiment un impact négatif?

Le trading algorithmique utilisé par le buy side a quand même un intérêt pour l'économie, enfin pour le rôle des marchés dans le financement de l'économie.

Les régulateurs auront-ils les moyens de suivre cela ?

Nous pouvons définir beaucoup d'obligations de reporting, de transparence, faire que les algorithmes soient revus annuellement mais il faut que les régulateurs aient les moyens techniques et les compétences pour comprendre ces algorithmes.

S'ils ne les regardent qu'une fois par an, qu'est-ce

qui se passe entre les deux dates où ils les regardent ?

De manière plus générale, il y a des questions très pratiques qui se posent sur les mécanismes de surveillance qui sont proposés.

Troisième objectif : réduction des coûts

Au-delà de cet objectif de concurrence et d'innovation, il y a un troisième objectif de réduction des coûts. Nos constats principaux concernent l'évolution des coûts de la couche négociation.

En effet, il n'y a pas eu d'évolution des coûts depuis 2007. En revanche les frais de compensation ont effectivement fortement baissé, donc l'objectif a été partiellement atteint vis-à-vis des investisseurs finaux, sachant qu'en plus dans toutes ces mesures nous n'évaluons pas les

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

investissements ni les charges récurrentes supplémentaires qui ont dû être supportés.

Conclusion

En conclusion nous souhaitons insister sur deux points qui nous semblent importants.

Tout d'abord, au point où nous en sommes en termes d'avancement du processus réglementaire et législatif et de délai par rapport à la mise en application, il reste beaucoup de questions en suspens. Si l'objectif fondamental tel qu'il

avait été édicté par l'AMF est relativement clair, c'est-à-dire de rendre au marché son rôle de financement de l'économie, les moyens pour y arriver sont encore en débat. Il est encore aujourd'hui difficile de savoir quelles vont être les implications concrètes pour l'ensemble des acteurs économiques concernés de toutes ces évolutions, d'en estimer les enjeux.

Nous pouvons en revanche commencer à nous poser des questions au niveau des marchés, des infrastructures, des banques, des brokers, du buy side et puis des régulateurs, dans leur

rôle par rapport à l'ESMA, dans les moyens de surveillance.

Par ailleurs, en termes de coordination, car nous ne sommes pas tout seuls avec la MIF, même si la MIF est le vaisseau amiral, nous sommes au milieu d'une avalanche réglementaire qui a été en partie déclenchée par la crise. Ceci ne rend pas les travaux faciles, que ce soit au niveau de la cohérence ou du timing / de la priorisation. ■

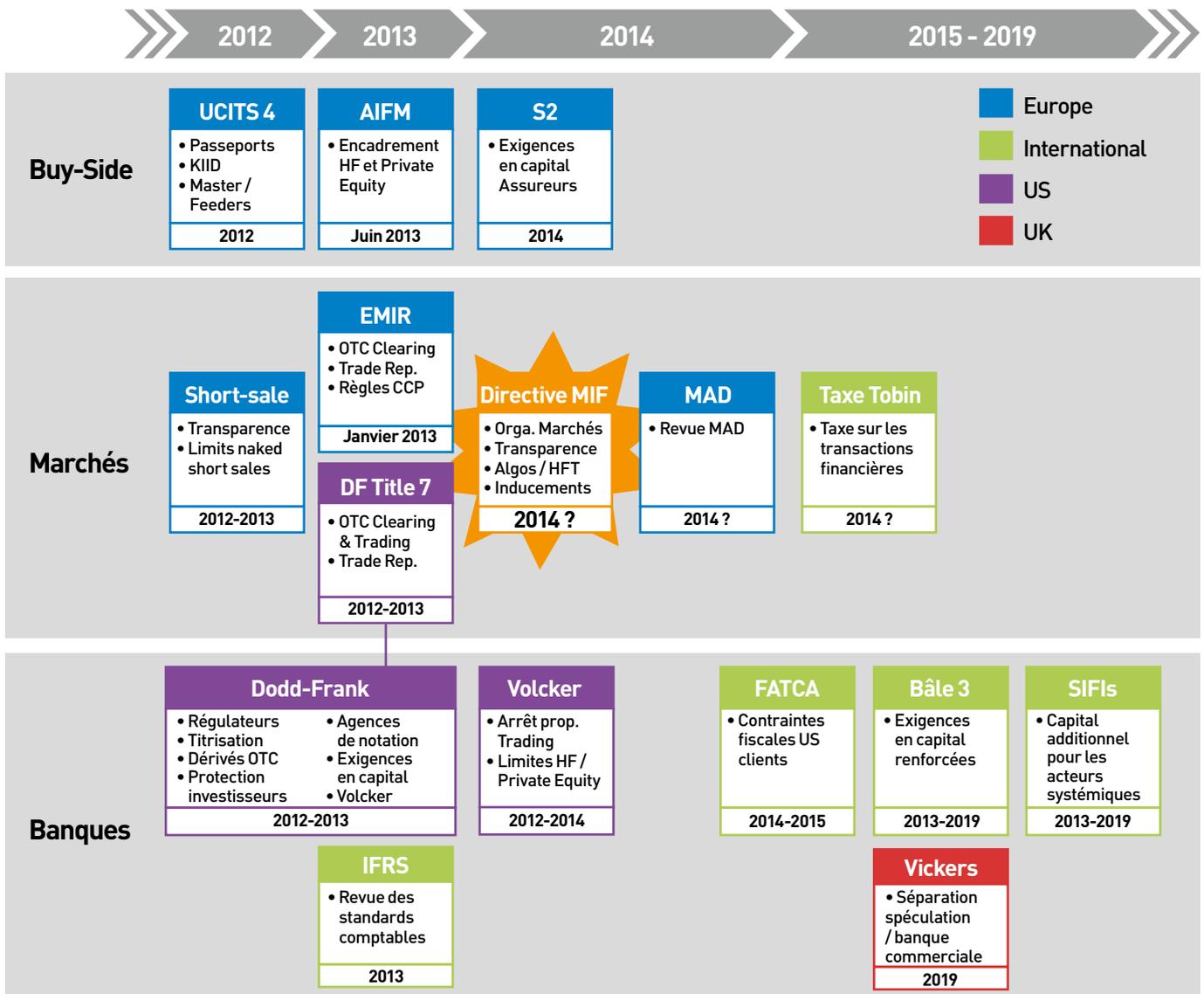




TABLE RONDE

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

Animée par **Jean de Castries**, Directeur Général, Equinox Consulting



Jean de Castries

Bonjour à tous. Nous sommes très heureux de vous voir aussi nombreux et aussi de constater que l'AFTI, en partenariat avec Equinox Consulting a pu rassembler un panel de professionnels aussi talentueux pour cette table ronde. Nous pensons que vous allez nous faire rêver autour des acronymes APA, CTP, ARM, OTF... Participant de la gauche vers la droite :

Emmanuel de Fournoux, Directeur des Infrastructures de marché à l'AMAFI, l'Association Française des Marchés Financiers ; **Christophe Hémon**, Directeur Général de LCH Clearnet SA ; **Graham Dick**, Head of Business Development de CHI-X BATS Europe. C'est la première fois qu'un opérateur non historique intervient et nous sommes particulièrement heureux d'accueillir CHI-X BATS parce que cela

va nous donner une vision un peu différente de celle que nous avons l'habitude d'avoir avec l'opérateur historique que vous connaissez bien et qui est un habitué de ces tables rondes. **Alain Pochet**, Head of Clearing, Custody & Corporate Trust chez BNP Paribas Securities Services. Et enfin, **Éric de Nexon** qui est Directeur des Relations de Place du Métier titres chez Société Générale Securities Services.

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

Vous avez vu au cours des précédentes interventions qu'il y a beaucoup de choses à dire sur MIF, nous allons donc nous concentrer sur cinq grands thèmes :

- le bilan de MIF I ;
- l'organisation des marchés et la problématique des agréments ;
- la transparence et la formation des prix ;
- les inducements ;
- puis nous terminerons sur une perspective plus large parce qu'il se passe beaucoup de choses sur les marchés et dans les infrastructures. Vous pourrez ensuite poser toutes les questions que vous souhaitez.

Bilan de MIF I

Si nous commençons par le bilan, MIF I a d'une part véritablement transformé les marchés mais a laissé en suspens un certain nombre de grandes préoccupations de fond qui ont été exacerbées au cours des derniers mois.

Alain, maintenant que nous avons un certain recul sur MIF, MIF a-t-elle généré plutôt des contraintes ou des opportunités en termes de business pour BNP Paribas et pour vos confrères ? MIF a-t-elle concrètement amélioré le fonctionnement des marchés et du post-marché ? Quelle est votre vision en tant que professionnel ?



Alain Pochet

Il faut positiver par rapport à ce qui a été évoqué même si il y a encore pas mal de travail pour livrer ce qu'étaient les objectifs de démarrage de MIF I.

De nombreuses notions inexistantes ont été mises en avant par MIF I. En particulier tout ce qui concerne la lisibilité, la visibilité, la traçabilité, etc. Nous pouvons penser que c'est un apport réel pour les investisseurs finaux, mais cela a le mérite de clarifier et d'améliorer la visibilité de ces activités en Europe.

Beaucoup était attendu en matière d'évolution des tarifs de négociation grâce à l'apparition

d'une concurrence réelle entre les plates-formes de négociation historiques et nouvelles ; paradoxalement, ce sont surtout les tarifs de compensation qui ont baissé.

Le coût complet d'un ordre couvre la négociation et la compensation, compte tenu de la baisse des coûts de compensation, la pression sur les tarifs de négociation a été moindre, ce qui explique le faible gain en matière d'exécution à ce jour. Mais la concurrence, animée par des acteurs nouveaux mais ayant conquis de fortes parts de marché, telle BATS CHI-X, aura encore à l'avenir un impact certain sur le niveau des coûts d'exécution.

MIF I a aussi amené une complexification certaine.

Avant MIF I, acheter un titre Peugeot, c'était un ordre sur un titre exécuté en Euronext, compensé chez Clearnet et détenu chez le CSD français. Aujourd'hui, acheter un titre Peugeot, signifie une exécution sur une des plates-formes existantes, la compensation dans l'une des trop nombreuses chambres de compensation, chaque nouvelle plate-forme de négociation ayant cru bon d'amener dans ses bagages une CCP dédiée avant d'être dénouée dans le CSD de référence du titre. Le niveau du CSD est sans doute la seule partie de l'opération restée inchangée, et qui va être encore plus harmonisée et améliorée avec le projet Target 2 Securities de l'Eurosystème. En conclusion, si effectivement, nous avons gagné sur les frais de compensation, et marginalement sur les frais de négociation, nous ne pouvons nier une complexification des opérations.

Entre MIF I et MIF II, nous constatons un effet accordéon prévisible. Après la création de nombreuses plates-formes de négociation et de nouvelles CCP, nous allons assister dans les prochaines années à une réduction du nombre d'offres tant en matière de négociation qu'en matière de compensation.

Au cours de la période, nous avons pu constater que la crise de 2008 a été plutôt bien gérée, il n'y a pas eu de pertes majeures dans le monde des infrastructures et plus récemment la faillite de MF a été très bien gérée. La multiplication des CCP et l'interopérabilité conduiront en Europe dans le monde Equity, à une fragmentation accrue des positions, ce qui dans un environ-

nement à risques accrus, est dommageable. Ceci ne concerne pas les dérivés listés qui ont vocation à toujours être compensés dans une filière dédiée au site de négociation.



Jean de Castries

Christophe, quelle est votre vision des outputs de MIF I et de ce qu'a réalisé MIF I ?

Pour rappel, MIF I avait comme objectifs de réduire les coûts de transaction, de réduire les coûts d'accès au capital et accessoirement de minimiser les risques portés par les marchés. Par rapport à ces trois objectifs, quelle est votre vision aujourd'hui presque cinq ans après ?



Christophe Hémon

En ce qui concerne la tarification, nous ne pensons pas qu'il y ait de réel débat sur le fait que MIF ait permis de baisser les coûts de compensation.

Au moment où la fusion LCH.Clearnet SA s'est opérée, nous facturions la transaction à un euro qui était le prix fatidique en dessous duquel nos banquiers conseils s'affolaient. Aujourd'hui, nous facturons quelques centimes d'euros la transaction sur le cash equity ; et encore les plates-formes de trading nous disent parfois que c'est encore trop cher. Après, nous pourrions envisager de la tarification négative, comme sur les titres d'États en ce moment, mais là cela devient un peu plus complexe. Nous sommes donc vraiment arrivés au niveau que la MIF pouvait espérer atteindre.

Ce qui est intéressant d'un point de vue d'une chambre de compensation, c'est « l'unbundling » : la transparence des différents maillons de la compensation. LCH.Clearnet SA étant

dans un modèle horizontal, il est relativement facile d'identifier le coût par type de produit. Pour d'autres chambres de compensation, l'exercice pourrait être plus périlleux. En effet, certaines d'entre elles sont complètement subventionnées; en d'autres termes ce n'est pas le compte de résultat de la chambre de compensation en particulier qui importe mais ce qui est recherché est plus d'acheter ou de gagner des parts de marché.

Par conséquent, l'accent n'a pas été mis sur l'unbundling, mais nous sommes totalement disposés à faire ce genre d'exercice.

En ce qui concerne l'interopérabilité, au plus fort des demandes, au moment où nous étions en plein sous les feux du code de conduite, nous avons reçu/émis 22 demandes d'interopérabilité, que ce soit des chambres de compensation, des CSD ou des ICSD (les uns et les autres étant prêts à prendre tout de suite la partie qui avait été déjà développée - avec quelquefois des frais conséquents - et à mettre en place un certain nombre de mécanismes qui permettaient de récupérer les flux). Les régulateurs ont parfois mis fin à ces projets en demandant à ce qu'une chambre de compensation soit établissement de crédit ou tout simplement réglementée; ce qui n'était pas forcément toujours le cas. De plus, le champ des possibles a également été réduit du fait des opérations corporate. Je tiens également à souligner un point important, quand on parle d'interopérabilité, nous nous intéressons à la comparaison des prix facturés par instruction et bien souvent, nos clients ne voient pas nécessairement les coûts associés à d'autres maillons de la chaîne de la compensation. Évidemment, c'est similaire aux publicités comparatives qui affichent un prix facial et omettent les coûts additionnels. Cependant, ces coûts additionnels sont une réalité à prendre en compte, comme par exemple, les coûts de rémunération du collatéral, notamment du fonds de garantie, ou la facturation de certains rapports qui sont envoyés à la demande du client ou de certaines OST... Beaucoup d'éléments peuvent entrer en ligne de compte, il est donc important que les adhérents compensateurs aient bien une compréhension, une vision exhaustive de ces coûts.

Par ailleurs, les impacts de MIF sur les structures post-marché ont bénéficié à la partie règlement/livraison, donc aux CSD ou à certains custodians. Qui dit interopérabilité dit plus de chambres de compensation; plus de chambres de compensation, plus de règlement / livraison. Donc si les CSD ou les ICSD ont probablement perdu sur des droits de garde avec des valorisations qui ont beaucoup fondu, il y a toutefois eu un accroissement des opérations de règlement/livraison et c'est certainement un point à prendre en compte.

Enfin, à plus long terme sur des produits « commodotisés » tel le cash equity, face à l'interopérabilité engendrant une multiplication des chambres de compensation, la concentration des flux au sein de quelques chambres de compensation semble plus souhaitable; y compris d'ailleurs pour nos clients, car lors de la gestion d'un défaut, qui n'est plus maintenant un cas d'école, l'interopérabilité peut ajouter un maillon dans la chaîne de gestion des risques.



Jean de Castries

Nous le voyons, MIF I a eu des effets positifs, mais nous croyons que nous sommes à peu près d'accord pour dire qu'il y a une grande complexification au niveau des process de marché et post-marché. Valérie Leduc nous a expliqué tout à l'heure qu'il y allait avoir dans MIF II un certain nombre de mesures de simplification ou pour remédier à certains « trous réglementaires », et par exemple la création du nouveau statut d'OTF.

Emmanuel, vous êtes ici le représentant du sell side. Comment le sell side anticipe-t-il ces nouvelles réglementations? Et en particulier, quel impact cela va-t-il avoir sur le business model des brokers, en particulier le crossing d'ordres? Ces nouvelles mesures, ces nouveaux statuts, quel va en être l'impact pour les brokers et plus largement pour le sell side?



Emmanuel de Fournoux

Nous n'en sommes pas tout à fait là encore aujourd'hui. Le sujet est plutôt: « Quel modèle de marché souhaite-t-on? » Nous pouvons considérer que le texte tel qu'il a été proposé par la Commission au mois d'octobre dernier manque un peu d'ambition.

Nous ne comprenons pas que d'une part, l'objectif soit d'améliorer les manquements liés à MIF I pour les marchés action; que d'autre part, les marchés obligataires tendent à répliquer le fonctionnement des marchés actions; et qu'enfin, le marché des dérivés OTC réponde aux obligations du G20 pour des raisons à la fois de transparence et de sécurité.

Ces trois objectifs qui sont tout à fait acceptables et que nous partageons ont contribué à créer cette nouvelle catégorie d'OTF. Cependant, il n'est pas du tout évident que nous puissions caler toute l'organisation des marchés dans un même moule pour chaque catégorie d'actifs financiers.

Par ailleurs, nous avons du mal à comprendre ce qu'amène la catégorie d'OTF pour les marchés actions. Quel est l'objectif de la Commission? Quel est l'objectif que doivent se donner les politiques en matière d'organisation de marché? Est-ce que nous voulons reconcentrer les marchés? Attention, il ne s'agit pas de re-créer des monopoles, mais de reconcentrer des marchés vers des marchés Lit, donc des MTF, des marchés réglementés. Le cas échéant, il faudrait l'afficher. Il n'est pas du tout évident que la création de cette catégorie d'OTF puisse répondre à cet objectif. En créant un OTF, nous considérons un crossing network en l'attribuant au marché OTC pour finalement le qualifier de nouvelle « venue ». Cela revient à qualifier quelque chose initialement OTC en « venue ».

Nous considérons que le moyen de reconcentrer la liquidité vers les marchés Lit, ce n'est pas

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

tant en créant la catégorie des OTF qui présente des avantages au demeurant, mais plutôt en agissant sur les exemptions à la transparence pré-négociation.

Nous manquons de visibilité. Pour avoir un texte cohérent, nous en revenons à la question précédemment évoquée sur le type d'organisation de marché que nous souhaitons. La réglementation sous-jacente devrait être définie ultérieurement. Sur le marché obligataire et dérivés OTC, l'interdiction sur les comptes propres risque de poser une certaine difficulté. Mais, après tout, que signifie le compte propre, et interdire le compte propre? Ce sont des notions absconces. Il est simpliste de dire, d'un côté, nous avons le compte propre pur proprietary trading d'une banque ou d'un investisseur, et de l'autre, nous avons du pur agency trading. Entre les deux, il existe une palette d'activités énorme. Nous avons du compte propre qui est utilisé pour desservir ce compte de tiers. La césure entre compte propre et compte de tiers n'est pas évidente; d'où notre questionnement sur la compréhension de compte propre, compte de tiers. Par ailleurs, la place de Londres utilise une notion que nous n'avons pas, qui s'appelle le riskless principal. Un travail d'harmonisation de toutes ces notions devrait être conduit car elles servent à définir la réglementation.

Enfin, la notion de « level playing field » devrait être introduite. En effet, chaque régulateur a la possibilité d'interpréter les exemptions (sur la transparence pré-négociation par exemple), et accorde des exemptions à telle ou telle entité, que ce soit un marché ou une entreprise d'investissement. Dans le système tel qu'il est proposé aujourd'hui, nous trouvons que le rôle de l'ESMA n'est pas assez contraignant et nous risquons d'avoir encore des divergences d'interprétation entre ce qui peut être décidé à Paris, à Berlin, à Francfort ou à Londres sur ces sujets. Ce n'est pas acceptable. Il est essentiel que nous ayons la même interprétation en Europe. L'ESMA doit donc être dotée de davantage de pouvoirs pour coordonner et rendre obligatoires les avis sur les demandes d'exemptions par exemple mais sur d'autres domaines également.



Jean de Castries

Graham, Emmanuel vient de rappeler les incertitudes liées à certains statuts comme les OTF, il vient d'évoquer la problématique du « level playing field » qui est un sujet de fond. Et nous pensons que c'est justement intéressant: vous-même en tant que représentant d'un MTF comment allez-vous vous positionner par rapport aux marchés réglementés? Allez-vous pâtir de cette nouvelle réglementation, ou allez-vous au contraire en bénéficier en particulier eu égard au nouveau statut d'OTF et à ce qui est imposé en matière d'architecture ouverte sur le clearing? Est-ce que ce sont pour vous des points positifs, ou plutôt des contraintes?



Graham Dick

Les changements apportent des opportunités, il faut garder cela à l'esprit. Il y a cinq ans, l'avenir d'un marché paneuropéen était loin de faire l'unanimité notamment à cause des problématiques relatives aux chambres de compensation. Aujourd'hui, BATS CHI-X détient 25 % de part de marché et est aujourd'hui la plus grande bourse en Europe.

De même, nous devrions détecter les opportunités issues de MIF.

Premièrement, les dérivés OTC vont être opérés dans des chambres de compensation (autant que faire se peut). Ceci ouvre des perspectives pour développer de nouveaux business. De même, la mise en place des consolidated tapes semble pour l'instant complexe. Néanmoins, l'industrie devrait trouver une solution, au lieu de subir la solution imposée par le régulateur.

L'introduction des nouveaux statuts est un facteur d'inquiétude. BATS CHI-X a utilisé le MTF comme, ce que nous considérons être,

le vrai statut MTF à savoir le « crédit concurrence » pour les bourses historiques. Mais, au regard de ces nouvelles réglementations, nous allons avoir une grosse quantité de MTF qu'il sera difficile de ségréguer en fonction de leur métier. Ainsi le nouveau statut OTC que nous sommes en train de créer entre les clientèles anglo-saxonnes, les banques d'investissement et la bourse traditionnelle, manque de visibilité. Nous ne devrions pas créer de nouveaux statuts comme des compromis. Nous devrions nous focaliser sur de vraies solutions.

Enfin, le dernier problème est que la mise en œuvre de Directive MIF II est beaucoup trop longue. Le périmètre est beaucoup trop volumineux. Nous aurions dû isoler la partie sur les actions au lieu d'essayer de prendre toute l'activité.



Jean de Castries

Graham nous a donné de l'optimisme sur les impacts de la réglementation en disant que cela ouvrirait des perspectives intéressantes.

Christophe, partagez-vous cet optimisme pour les chambres de compensation, pour la sécurisation des marchés? Quand on se rappelle ce qu'a été l'interopérabilité, êtes-vous aujourd'hui optimiste sur ce qui est imposé comme architecture ouverte sur le clearing? Cela vous ouvre-t-il des perspectives ou est-ce un vœu pieux?



Christophe Hémon

En ce qui concerne les MTF, pour les nouvelles chambres de compensation, les règles du jeu ne sont pas les mêmes. Pour schématiser, si vous donniez l'accès à l'autoroute à quelqu'un avec une voiture de sport en lui disant: « tu peux rouler à la vitesse qui t'intéresse, tu peux consommer 20 litres aux 100 si tu veux, mais tes concurrents eux n'ont pas le droit de dépasser le 130, n'ont pas le droit de consommer plus de tant aux 100 km et on verra qui est le premier arrivé ».

Aujourd'hui, ce qui nous différencie de certaines des chambres de compensation concurrentes, c'est que nous sommes régulés par 9 à 10 régulateurs. Toute modification de notre rule book est de ce fait très lourde... Et nous n'évoquons même pas l'interopérabilité. Quand nous avons étudié les demandes il y a quelques années, au moment du code de conduite, cela a engendré des frais très conséquents... parfois en pure perte lorsque, par exemple, certaines chambres de compensation nous ont dit au dernier moment, lorsque nous étions sur le point de démarrer, « finalement il y a une opération corporate en cours, nous ne pouvons plus vous parler ». De plus, face à certaines chambres de compensation qui peuvent afficher des structures très légères, nous sommes contraints d'allouer des équipes en charge de la relation avec les régulateurs, dimensionnées pour répondre à l'ensemble des requêtes.



Jean de Castries

Donc c'est un problème de « level playing field » ?



Christophe Hémon

Exactement. Nous sommes très heureux de voir que la compensation des produits OTC va devenir obligatoire. Cependant, les clients sont globaux aujourd'hui et nous n'avons pas un client, comme c'était le cas sur les marchés listés basés à Paris, Bruxelles ou Amsterdam qui traitait dans son petit établissement quelques opérations de cash equity. Ça, c'est la solution agréable.

Sur l'OTC, nous avons des membres qui sont globaux. Quand vous traitez avec BNP Paribas, Société Générale, Goldman Sachs ou J.P. Morgan, les desks sont basés quelquefois à Londres, ou à New York. Cela implique la réglementation avec le FSA, avec la CFTC et la SSI; donc de compenser des produits OTC. C'est d'ailleurs ce que nous faisons depuis mars 2010 sur les CDS.

Pour compenser les single names, c'est le parcours du combattant avec la CFTC parce qu'il n'y a pas d'accords entre régulateurs. Inutile d'évoquer la compensation des produits comme les single names qui nous obligent à parler avec la SSI. Cette dernière nous a accueillis il y a une semaine à bras ouverts en nous donnant un « bottin » de choses à faire avant de pouvoir commencer.

La compensation des produits OTC est en pleine expansion. La partie Swapclear se développe beaucoup aux États-Unis: nous avons 30 personnes, nous allons en avoir 60 et dans notre business plan nous en aurons bientôt 100. En Europe, cela risque d'être un peu plus compliqué parce que chaque régulateur national veut défendre son pré-carré. Cela nécessite la mise en place d'une équipe d'une dizaine de personnes à temps complet pendant plusieurs mois. Cela représente un coût.

Sur l'OTC, ce n'est pas la même chose parce que sur les produits listés, ce sont les banques qui sont démarchées et la gouvernance n'est pas la même. Ce sont les banques qui font les investissements, qui sont concernées par la compensation de produits OTC et qui veulent:

- participer à la gouvernance,
- prendre part à un certain nombre de choses et notamment à la gestion des risques.

En effet, la gestion des risques sur l'OTC ne concerne pas uniquement le cash equity. Pour rappel, nos collègues de Londres ont dû gérer un défaut sur neuf trillions de dollars pour Lehmann.

L'implication des régulateurs est tout à fait différente. Londres par exemple a mis en place un système de compensation pour gérer tout ce qui est Forex: Forex clear. Cependant, nous n'avons pas encore l'autorisation pour démarrer.

C'est un marché en pleine expansion, il suffit de regarder les chiffres, cependant, le level playing field entre contreparties n'est pas le même. Quand nous parlons des MTF ou des chambres de compensation alternatives, les conditions pour démarrer ne sont pas les mêmes.



Jean de Castries

Merci Christophe. Donc vous voyez, dans les infrastructures de marché, sur les marchés et pour le clearing il y a de l'optimisme, il y a un peu de pessimisme, il y a beaucoup de réalisme. Éric, pour le post-marché, avez-vous aujourd'hui déjà une vision suffisamment claire des impacts de MIF II et en particulier la nouvelle qualification de la TCC comme service d'investissement? Commence-t-on à en mesurer les impacts?



Éric de Nexon

Avant de répondre à votre question, nous devrions rebondir sur ce qu'a dit Christophe Hémon en ce qui concerne les difficultés qu'ont nos infrastructures européennes pour obtenir une autorisation leur permettant d'intervenir aux États-Unis. Cette problématique des pays tiers est une vraie problématique qu'il conviendrait de mieux gérer au niveau européen afin d'établir dans ce cadre une relation équilibrée avec les autres pays et notamment les USA. Ce sujet nous tient à cœur. C'est pourquoi nous avons tout à l'heure posé cette question et insisté sur ce sujet.

Concernant la révision de la Directive MIF, nous pouvons dire que nous n'avons pas de vision claire du contenu de la réforme et ce pour un certain nombre de raisons:

- D'abord parce que le texte est relativement récent, que c'est un texte qui est très complexe, très complet, et qu'il faut que nous puissions l'analyser dans le détail
- Par ailleurs, le texte est loin d'être définitif et nous avons vu que la période de discussions, d'analyse entre le Conseil, le Parlement et la Commission sera relativement longue. Quand nous voyons le temps qu'il a fallu pour obtenir un accord sur EMIR, nous ne

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

pouvons qu'en être convaincus. La problématique d'une directive comme SLD dont nous parlons depuis des années et qui n'a toujours pas abouti en est un autre exemple.

- Ensuite, il y a un certain nombre de dispositions qui sont nouvelles et qui n'avaient pas réellement été discutées dans le cadre des consultations: c'est notamment le cas des problématiques d'inducements et de TCC
- Autre point qui doit être mentionné, c'est que le post-marché est impacté indirectement par Directive MIF. Ce sont nos clients qui vont devoir négocier et s'adapter à ce qui sera effectivement validé lors des discussions. Mais nous hériterons inévitablement d'un certain nombre d'impacts.

Nous, acteurs du post-marché, sommes plutôt directement impactés par CSD Regulation, par SLD, ainsi que par EMIR sur la compensation. Même si notre vision n'est pas encore claire, il y a tout de même des sujets que nous avons d'ores et déjà identifiés et que nous allons suivre de très près, notamment la TCC que la Commission souhaite élever au niveau de service d'investissement.

Une question préalable: en quoi la conservation est-elle un service d'investissement?

Cela étant dit, il est important qu'elle soit régulée au niveau européen et finalement peu importe le véhicule (SLD, CSD, MIF). Ceci soulève néanmoins des questions:

- Quelles sont les mesures prévues dans Directive MIF et dans MIFIR qui vont s'appliquer à ce nouveau service d'investissement? Il faudra être clair pour éviter des incertitudes et des coûts supplémentaires éventuels pour les clients.
- Puisque nous décidons enfin de réguler au niveau européen la tenue de comptes-conservation, quels sont les instruments financiers qui sont concernés?
- Quels sont les établissements ou les types d'établissements qui vont être habilités?
- Comment vont-ils être agréés, comment vont-ils être supervisés?
- Quelles sont leurs obligations en termes de ressources financières et techniques, en termes d'expertise?
- Quelles sont leurs responsabilités vis-à-vis des actifs qui sont conservés, qui sont administrés et qu'il faut préserver?

- Quid des conditions qui s'appliqueront aux prestataires des pays tiers qui souhaitent offrir leurs services en Europe? Nous souhaiterions éviter qu'il y ait une « boutique » domiciliée dans une lointaine province qui nous fasse concurrence indument en libre prestation de service et ce bien évidemment à notre détriment et in fine à celui de nos clients.

Toutes ces questions sont également soulevées dans le cadre d'AlfM. Nous ne voyons pas la différence entre la TCC exercée dans le cadre de l'activité du dépositaire et la TCC exercée dans le cadre d'une activité autre que celle du dépositaire.

Enfin, il est clair qu'il faut éviter les incertitudes, les interprétations domestiques, ce qui justifie que nous souhaitons une harmonisation maximale. Nous sommes en conséquence, c'est tout à fait évident, opposés à un passeport sans harmonisation maximale. Ceci pour être en mesure de bien protéger les investisseurs, et pour que nous-mêmes soyons capables d'offrir une prestation de bonne qualité et de répondre ainsi aux attentes de la Commission.



Jean de Castries

Il y a donc encore beaucoup de travail de clarification, nous le voyons, ne serait-ce que sur la TCC et ses impacts. Nous aimerions parler maintenant de la transparence et de la formation des prix. Cela a été rappelé par Valérie Ledure, Édouard Vieillefond en a montré les limites. La transparence et les mécanismes de formation des prix sont au cœur de MIF II: élargissement de la transparence pré/post trade, l'instauration des CTP... La réglementation veut également lutter contre les effets néfastes du trading haute fréquence. Ce sont des exigences de transparence et des mécanismes de formation des prix que nous souhaitons toujours plus lisibles.

Alain, ces mesures sur la transparence, les consolidated tapes, cela vous paraît-il suffisant? Est-ce suffisant pour remédier aux limites de MIF I? Cela va-t-il permettre à vos clients émetteurs de mieux suivre leurs titres? (puisque

c'était une de leurs grandes revendications.) Tout à l'heure Gaspard a montré la citation de Martin Bouygues expliquant qu'il ne comprenait rien à l'évolution de son titre; ou plutôt il ne comprenait pas ce qui se tramait derrière. Quand nous regardons le statut plus particulier de SME, pensez-vous que c'est une bonne réponse aux demandes de vos clients petits émetteurs? Est-ce de nature à redynamiser leur financement sur le marché? Cette réglementation devrait-elle finalement profiter à vos clients finaux que sont les émetteurs?



Alain Pochet

Il est important de rappeler que le monde de l'intermédiation, et des infrastructures de marchés, n'existe que pour servir des émetteurs et assurer la liquidité de leurs titres.

Nous ne sommes pas surpris par la perception de Monsieur Bouygues sur la complexité nouvelle liée à l'articulation entre les trading plates-formes, l'internalisation, les CCP... Ces problématiques d'intermédiation et de compensation passionnantes pour nous tous dans la salle, présentent moins d'intérêt pour de vrais industriels, en revanche une capacité réelle de suivi des évolutions du cours de leurs titres est essentielle.

Une tâche très importante depuis 2007 a été d'expliquer les enjeux aux émetteurs. Nous avons des réponses intéressantes sur le papier pour ces sujets, notamment les « CTP » (Consolidated Tape Providers). Cependant, dans la pratique l'offre n'est pas encore clairement identifiée. En 2010, NYSE a annoncé la mise à disposition d'une solution de suivi qui n'est pas encore en place. Le sujet n'est pas simple car un CTP doit capter l'intégralité des données « prix » quelles que soient les filières utilisées, en outre l'outil doit être facilement utilisable, lisible, avec de bonnes capacités d'extraction, de tri, etc.

Concernant les SME et donc le « growth market » que nous avons appelé pendant un temps « les gazelles », la richesse d'un pays est très liée au succès de ses PME. Aider les PME à se financer et à se faire connaître est un objectif majeur. Bien évidemment, la crise actuelle a mis à mal

la conduite des projets visant à cet objectif. Heureusement, certaines plates-formes existantes, telle Alternext, constituent déjà une réponse à ce besoin, mais il faut rester proactifs si nous voulons créer grâce à nos PME, de l'emploi, du dynamisme, du PIB, en mettant en place des solutions d'aide adaptées à leur développement.



Jean de Castries

Vous avez raison de rappeler qu'il faut se positionner dans une perspective à long terme et ne pas avoir les yeux rivés sur les difficultés liées à la crise d'aujourd'hui. En revanche, pour les MTF, il y a des questions qui se posent à très court terme; et nous nous tournons vers vous, Graham.

Comment un MTF comme BATS CHI-X se prépare-t-il aux nouvelles exigences réglementaires qui ont été présentées par Valérie Leduc: contrôle des flux d'ordres, exigences de transparence, obligations de gratuité des données de marché? Comment vous y préparez-vous? Quel impact sur votre business model?

Comment envisagez-vous l'avenir compte tenu de ces nouvelles contraintes?



Graham Dick

Il n'y a pas vraiment de changement pour BATS CHI-X. En tant que MTF transparent, et donc totalement visible, nous faisons du reporting temps réel. De fait, ces questions ne se posent pas vraiment pour nous. En revanche, cela pourrait éventuellement créer des opportunités pour des entreprises qui voudraient utiliser notre technologie et notre système de surveillance, etc., pour faire du reporting eux-mêmes.

Quels étaient les deux grands principes de MIF I?

- Le premier était de créer la concurrence entre les marchés.
- Le deuxième était d'appliquer une politique

de « best execution » pour assurer que tous les clients obtenaient le meilleur prix au meilleur moment.

Ce deuxième point de MIF est un échec.

Les principales raisons proviennent de l'absence de transparence par les consolidated tapes. Les clients ne savent pas où est la liquidité à tout moment, et ne peuvent pas informer leur intermédiaire sur les prix. Il est essentiel que nous trouvions une solution à cette problématique de consolidated tape. Il ne s'agit pas nécessairement d'un problème technique, un problème de standards sur les données, ou de mode de diffusion. Le réel problème est commercial. Nous nous trouvons dans une situation où les bourses traditionnelles gagnent toujours énormément d'argent avec la distribution des market data. Et s'il n'y a pas un vrai effort sur la rationalisation de ces prix de distribution, nous n'arriverons pas à la solution que l'industrie souhaite.



Jean de Castries

Graham vient de le mentionner, les consolidated tapes sont un élément extrêmement important pour la transparence du marché. Il y a d'autres nouveaux services - APA, ARM - qui font partie de MIF II et dont nous avons parlé tout à l'heure.

Éric, ces nouvelles exigences constituent-elles des opportunités de services, en tant qu'industriel du post-marché, ou ne représentent-elles que des contraintes réglementaires additionnelles?



Éric de Nexon

En introduction, il est important de rappeler pourquoi le régulateur s'est beaucoup intéressé à la négociation et a mis en place ce besoin de transparence.

En effet, quand il s'est rendu compte que le négociateur commençait par exécuter le client avant de le dépouiller, il a pensé qu'il était nécessaire d'y mettre bon ordre.

Ceci étant dit, venons-en aux différents systèmes qui nous sont proposés. Il est essentiel, dans la mesure où nous parlons de reporting, d'harmoniser et de définir des standards. L'ESMA a dans ce cadre un rôle à jouer: il faut que tout le monde diffuse l'information sous le même format. Qu'il s'agisse des intervenants qui sont actifs en OTC, des OTF, des MTF... tout le monde devra ou devrait diffuser les informations sous le même format, qu'ils le fassent eux-mêmes directement ou qu'ils aient recours à un prestataire. Par ailleurs, à partir du moment où nous mettons en place une « consolidated tape » nous devrions nous en tenir là ou alors rajouter le mot provider sans « s ».

Ensuite, se pose le problème du reporting réglementaire. Lorsque le texte évoque le reporting public, il est question d'« arrangement » alors qu'est mentionné le terme « mechanism » lorsqu'il s'agit du reporting réglementaire. La sémantique est parfois amusante.

La proposition de texte démultiplie à l'envers les modalités de reporting, de consolidation, d'intermédiaires potentiels. Dans la mesure du possible, nous pensons qu'il faudrait là aussi harmoniser, au niveau européen, les différentes réglementations et normes. L'ESMA a dans ce cadre un rôle très important à jouer sur la définition des standards afin d'éviter la démultiplication des solutions et des coûts induits sur ce type de prestations.

Enfin, qu'en est-il de l'intérêt des industriels du post-marché concernant les possibles prestations de services qu'ils pourraient éventuellement développer dans ce nouveau contexte? La question devrait être appréhendée comme suit:

- La CTP devrait être une infrastructure unique, de préférence publique ou qui fasse suite à la mise en place d'un RFP, conduit par exemple par l'ESMA, afin de favoriser une réelle consolidation.
- L'APA est vraiment un sujet de proximité du marché. De fait, il devrait n'être opéré que par les marchés ou les entreprises d'investissement. (ne serait-ce que pour des questions de réactivité)
- Quant au reporting réglementaire, il n'y a pas, à notre sens d'intérêt pour les acteurs du post-marché de développer des offres et ce pour plusieurs raisons:

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

- Les infrastructures de marchés assurent déjà une partie de ce reporting
- Assurer ce service en sous-traitance présente des difficultés techniques car l'acteur du post-marché ne dispose pas d'emblée de l'ensemble de l'information qui doit être transmise (l'information attendue se situe au niveau « marché » et non au niveau R/L donc le prestataire doit récupérer des données « marché » qui ne lui sont pas utiles pour seulement gérer un dénouement - identité du bénéficiaire final/contrepartie marché, connaissance du cours d'exécution... le montant qui doit être hors frais... - où il lui revient de se situer suffisamment en amont dans la chaîne de traitement pour les connaître. Par ailleurs, il doit mettre en place un lien technique avec les régulateurs (différences de formats de données et de solutions techniques de raccordement), il doit assurer la gestion des rejets, des anomalies ainsi que de la réémission sans doublon des transactions. Enfin, se pose clairement la question de son niveau de responsabilité (s'agit-il d'une simple prestation technique?)
- Au-delà des contraintes techniques, qu'en est-il de la rentabilité de la prestation? Et là, croyez en mon expérience, elle n'est pas obligatoirement au rendez-vous.



Jean de Castries

La transparence des marchés et le trading haute fréquence sont des sujets chers aux hommes politiques et à M. Jouyet. Jean-François Rigal a montré les questions qui se posaient au travers de MIF II sur le trading haute fréquence.

Emmanuel, comment voyez-vous MIF II en ce qui concerne cette problématique du trading haute fréquence et en particulier la distinction entre trading haute fréquence et utilisation d'algorithmes?



Emmanuel de Fournoux

Il y a une mesure qui nous semble essentielle, qui est celle qui prévoit que l'ensemble des entités qui font du HFT doivent être autorisées pour rendre un service de négociation ou un service de compte propre. En revanche, effectivement la différenciation devrait ou pourrait être faite entre les gens qui font du trading haute fréquence pour compte propre et les gens qui font de l'algorithmic trading pour rendre service à leurs clients, qui découpent les ordres pour les exécuter au mieux sur le marché. Dans ce dernier cas, effectivement, il y a des contraintes, des obligations que n'ont même pas aujourd'hui les teneurs de marché. Ceci nous paraît un peu surréaliste. C'est le point sur lequel il faudra sans doute travailler avec le Parlement et la Commission. Ceci étant dit, il y a deux moyens de gérer le trading haute fréquence.

- Première idée : donner au régulateur et à l'ESMA le choix d'agir sur les pas de cotation etc.
- Deuxièmement : agir sur la tarification. Si le régulateur peut imposer des modèles de tarification et éventuellement imposer qu'il y ait une tarification pour tout ordre annulé, cela peut aussi permettre une régulation.



Jean de Castries

Voilà des pistes de réflexion intéressantes. Jean-François et Gaspard ont montré que le trading haute fréquence, représente à peu près 40 % en moyenne des volumes européens.

Graham, la remise en cause ou le questionnement du trading haute fréquence, va, nous l'imaginons, venir remettre en cause votre business model? Comment vous y préparez-vous? Quel impact cela va-t-il avoir? Cela vous fait-il peur?



Graham Dick

Cela ne va pas changer tout le business model, mais effectivement le high frequency trading représente une importante partie du volume, et pas uniquement sur une MTF comme CHI-X BATS mais sur toutes les bourses dans le monde en entier.

Nous allons nous trouver avec une certaine contradiction. Il est essentiel que les gens du métier réalisent exactement quel est l'impact. Avec une partie croissante des opérations passées en OTC, in fine, il n'y a pas de transparence sur les prix. Les high frequency traders opèrent sur le marché transparent. Ils ne font pas d'opérations OTC.



Emmanuel de Fournoux

Les gens qui travaillent pour compte de tiers, c'est une des raisons pour lesquelles certains mettent en place des systèmes internes, parce qu'ils considèrent que les marchés LIT où il y a énormément de trading haute fréquence ne leur permettent pas de rendre la meilleure exécution.

Donc, quel serait l'impact pour notre industrie si nous n'avions plus de high frequency trading demain? Nous pouvons estimer une réduction de 25 % des volumes de transactions qui est faite sur toutes les bourses. Ça veut dire moins 25 % de liquidité pour les clients, moins 25 % de revenus pour les bourses, les chambres de compensation et les spécialistes du règlement / livraison. Ce n'est pas bon pour notre industrie



Jean de Castries

Avant de terminer, nous voudrions évoquer l'inductement, parce que c'est un sujet important de MIF II qui nous concerne tous.

Éric, pouvez-vous nous parler des contraintes liées aux inducements (les nouveaux statuts indépendants/non indépendants)? Comment vous y préparez-vous?

Nous parlerons ensuite du contexte de marché dans le cadre des questions-réponses.



Éric de Nexon

Les inducements: il s'agit d'un sujet d'une complexité absolument extrême.

Nous avons actuellement un système qui a été mis en place dans le cadre de la MIF, qui commence à se stabiliser et pour lequel des efforts ont été faits pour améliorer la transparence, notamment par les banques d'investissements sur les produits structurés, mais aussi dans le cadre de la distribution des fonds. Des efforts restent sans doute encore à faire en ce qui concerne la gestion de portefeuille.

Cela fait donc trois ans que nous vivons avec un système qui vient de se stabiliser et nous le remettons en cause, certes en créant un label. Mais y a-t-il un intérêt à ce label?

Ne vaudrait-il pas mieux renforcer les mesures de contrôle relatives à la mise en œuvre des mesures de transparence telles qu'elles ont été définies plutôt que de remettre ou d'essayer de remettre dans tous les cas en cause ce qui a été fait jusqu'à maintenant?

Ces nouvelles mesures pourraient fragiliser un certain nombre d'intervenants, notamment des sociétés de gestion indépendantes, et surtout des CGPI. Ces derniers, s'ils n'optent pas pour le label, pourraient être stigmatisés. Par ailleurs, ils reçoivent aujourd'hui une rémunération de la part des sociétés de gestion, des banques; demain ils seront face à leur seul client et devront le convaincre d'accepter que lui soit facturé le service d'investissement. Ensuite, qu'advient-il si le client s'avère insolvable? Enfin, il faudra le facturer, donc mettre en place les systèmes de facturation sous-jacents, ce qui est une source de coûts et de contraintes non négligeables.

Bien évidemment nous allons perdre en transparence par rapport aux éléments qui sont facturés, puisque dans le cadre de la distribution sur les fonds qui sont multi-distribués, est indiqué un montant de rétrocession maximum. Cela permet malgré tout de comparer ce qui est facturé par les différents intervenants. Cet élément ne sera plus d'actualité.

Avec les propositions qui sont faites, nous fragilisons les acteurs, nous perdons dans certains cas de la transparence, et surtout nous remettons potentiellement en cause le principe d'architecture ouverte alors même que c'est ce que nous voulons promouvoir.



Jean de Castries

Alain, nous l'avons vu, il y a beaucoup de réglementations qui se télescopent: EMIR, Dodd – Frank, Volker, etc. Comment concrètement faisons-nous face à toutes ces réglementations quand nous avons des projets à gérer, des équipes à gérer? Comment donnons-nous les priorités?



Alain Pochet

Nous avons du mal à trouver le nom d'un projet en ce moment qui pourrait être arbitré! Ceci dit, il y a plusieurs types de projets majeurs:

- les projets de fond (Bâle III, Solvency II), dont la mise en œuvre est impérative, sachant que nos clients sont immédiatement amenés à bénéficier de nos travaux, permettant une certaine mutualisation des coûts,
- les projets à date forcée, auxquels vous devez vous conformer (taxe sur les transactions financières, FATCA.),
- les projets marchés (Directive MIF I) et les effets induits, par exemple vous offrez à vos clients une prestation d'accès aux différentes plates-formes de négociation, de compensation et de règlement/livraison, et vous devez vous adapter aux nouveaux entrants (plates-formes de trading, et nouvelles CCP) tout en sachant que certains ne survivront

pas ou pas sous leur aspect originel; bien évidemment, cela signifie que certains des investissements d'adaptation que vous aurez faits seront perdus. Il n'y a pas d'obligation autre que commerciale mais il est impossible d'accepter l'idée d'une solution partielle. Les nouvelles obligations de compensation, (EMIR) sont aussi un sujet d'attention important. En effet les transactions OTC seront de plus en plus massivement compensées en CCP comme des dérivés listés. Là encore, l'offre pour la clientèle doit être prête le jour même où le produit est admis et ce, même si les volumes sont amenés à rester faibles.

Ces différents projets ont un effet important sur le besoin de liquidité et de collatéral de qualité qui sont des denrées rares à ce jour. Il faut donc en parallèle mettre en place toutes les solutions permettant d'optimiser le collatéral et ce, quel que soit le type de marché ou de produit sous-jacent.



Éric de Nexon

Nous avons parlé de l'importance des PME pour le tissu économique et dans le cadre des marchés réglementés. Il y a une partie de leurs ressources qui était destinée à soutenir cette partie de leur activité qui était moins rentable que les « blue chips ».

Nous constatons que les nouveaux intervenants, les MTF, interviennent essentiellement sur des valeurs qui sont listées par d'autres et qui représentent l'essentiel des volumes et donc des revenus.

Mais que sont prêts à faire ces nouveaux acteurs pour soutenir le développement d'entreprises de taille moindre et pour lesquelles il y a moins de volume et sans doute moins de rentabilité?



Graham Dick

Premièrement, que font les bourses traditionnelles de plus?

Spécial Conférence n°41

MIF II : les enjeux pour l'industrie

Que faut-il de plus au niveau des services? Il est clair que c'est un axe de réflexion. La vraie liquidité qui est apportée pour les PME et qui est dans le marché, ce n'est pas vraiment la bourse qui le fournit. Cela favorise les conditions pour les gens d'apporter des liquidités. Nous pensons que si BATS CHI-X remporte ce succès aujourd'hui, c'est que les conditions pour les apports de liquidité étaient les meilleures.

Est-ce que demain, il y aura des possibilités de faire du listing de PME sous CHI-X BATS? C'est peut-être une possibilité. BATS aux États-Unis par exemple vient de commencer à faire du Lit émetteur sur les valeurs. Les frais sont beaucoup plus bas que ceux qui étaient pratiqués par la bourse traditionnelle. Est-ce qu'une bourse uniquement peut garantir des liquidités sur une petite valeur? Non, elle peut favoriser les conditions, mais tout le monde est acteur sur ces valeurs-là. Nous sommes ouverts à des évolutions.



Jean de Castries

Emmanuel, la taxe sur les transactions financières peut-elle s'inscrire dans un plan Marshal, dont Monsieur de Lauzun, votre délégué général, a parlé?



Emmanuel de Fournoux

La taxe sur les transactions financières en France : c'est l'aviation qui tire sur ses troupes au sol ; voilà où nous en sommes.

Deuxième citation, M. Cameron, ce matin disait : « au moment où nous nous battons pour l'emploi et la croissance, quelque chose qui coûterait un si grand nombre d'emplois me paraît extraordinaire et dans un sain esprit de compétition avec la France ; si la France instaure une taxe sur les transactions financières, notre porte sera ouverte et nous pourrons accueillir au Royaume Uni beau-

coup plus de banques et d'entreprises françaises et notre économie se développera ».



Jean de Castries

Christophe, il y a beaucoup de choses qui se passent en ce moment. NYSE-Deutsche Börse a envoyé une lettre dénonçant les arguments du commissaire européen selon lesquels une fusion NYSE-Deutsche Börse serait anticoncurrentielle compte tenu de sa part de marché sur le clearing des dérivés. Nyse-Deutsche Börse argue qu'on ne peut pas d'un côté exclure le marché des dérivés OTC du calcul de la part de marché de Nyse-Deutsche Börse et de l'autre prendre comme argument que Nyse-Deutsche Börse représenterait une part de marché trop importante sur le clearing...

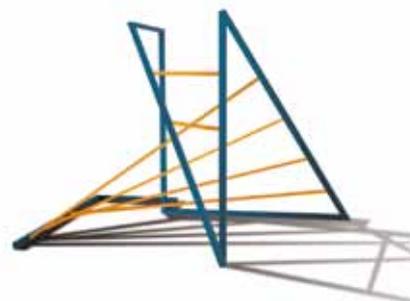
En un mot, et sans anticiper sur ce qui va se dire demain à la Commission européenne entre NYSE-Deutsche Börse et la Commission européenne, quelles évolutions anticipez-vous pour les infrastructures et pour LCH. Clearnet SA?

Comment voyez-vous les évolutions, quels sont les grands mouvements attendus et au milieu de tout ça qu'est-ce qui va se passer pour LCH.Clearnet SA?



Christophe Hémon

Si la fusion est validée ou confirmée, NYSE EURONEXT et Deutsche Börse n'ont pas laissé beaucoup d'ambiguïtés sur la localisation de leurs compensations. Nous espérons pouvoir continuer à travailler avec NYSE EURONEXT, nous travaillons avec eux depuis très longtemps, donc nous ne pouvons qu'imaginer continuer, d'une façon ou d'une autre, les modalités exactes de poursuite de notre collaboration pouvant dépendre également de notre propre agenda corporate. ■



"Structure" de Charles Sawat, jeune sculpteur, dessinateur et graveur, que l'AFTI accompagne dans sa création artistique.

Spécial Conférence

est un périodique édité par l'AFTI.

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 01
Fax : 01 48 00 50 48

*Directeur de Publication : Marcel Roncin
Rédacteur en chef : Marcel Roncin
Comité de rédaction : Ailancy
Crédit photos : Éric Thibaud
Réalisation :
Café Noir - Compagnons du Sagittaire*

*Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :
www.afti.asso.fr*

ISSN : 1262-2109