

Rapport sur la révision de la directive MIF

Groupe de travail de place
présidé par Jean-Pierre Pinatton et
Olivier Poupart-Lafarge

11 juin 2010

Conformément au mandat confié par le Collège de l'AMF au groupe de travail de place sur la révision de la directive MIF et l'organisation des marchés d'actions, co-présidé par Jean-Pierre Pinatton et Olivier Poupart-Lafarge, le présent rapport a examiné non seulement les questions techniques liées à la révision des dispositions de la directive et de ses textes d'application mais également les éléments plus structurants liés aux évolutions technologiques des marchés secondaires d'actions.

S'agissant des dispositions mêmes de la directive, le rapport propose, en matière de **transparence pré-négociation**, de conserver les dérogations fondées sur la taille de l'ordre ainsi que les obligations relatives aux transactions négociées, qui existaient déjà avant l'entrée en vigueur du texte, tout en précisant le champ. Il propose une interprétation étroite de la dérogation applicable aux transactions négociées afin que ces dernières ne restent qu'un complément occasionnel à la liquidité, et s'oppose en outre aux ordres totalement *dark* dans le cadre de la dérogation applicable aux systèmes de gestion d'ordres. S'agissant de la dérogation dite « prix de référence » aux termes de laquelle un MTF¹ peut être *dark* lorsque les transactions qui y sont conclues se font sur la base d'un prix importé d'un autre système de négociation, le rapport privilégie un encadrement de ces systèmes par la fixation d'un volume maximal de transactions susceptible d'être effectué sur un *dark pool* au-delà duquel ce dernier ne pourra plus bénéficier de la dérogation à la transparence pré-négociation. Le seuil de 0,25% du total des transactions (hors transactions de blocs) est évoqué par référence à la pratique américaine; sa détermination et les modalités de sa mesure auront à être précisées par le CESR/l'ESMA² en tenant compte des spécificités du marché européen. Par ailleurs, face au montant moyen de plus en plus faible des transactions sur les *dark pools*, il est envisagé de fixer un montant minimum aux ordres susceptibles d'être exécutés sur ces systèmes.

En matière de **transparence post-négociation**, le groupe de travail s'est montré unanime à soutenir la mise en place en Europe d'un système de diffusion de données consolidées unique et obligatoire. Le rapport recommande également l'identification des transactions effectuées sur des *crossing networks* et par des internalisateurs systématiques par un sigle générique, ainsi que le signalement des transactions n'ayant pas fait l'objet d'une transparence pré-négociation. Le groupe préconise de réduire les délais de publication des transactions et de ramener le délai maximal de publication de trois minutes à soixante secondes. Il propose en outre de réduire les différés de publication prévus aujourd'hui pour certains types de transactions, en particulier pour les valeurs les plus liquides pour lesquelles il est proposé de ramener le délai maximal de publication à l'ouverture du marché du lendemain de la journée de négociation au lieu du surlendemain de la transaction. Enfin le groupe s'est accordé à reconnaître la nécessité de procéder à une harmonisation des *flags* sur l'ensemble des lieux d'exécution en Europe, et à relever les efforts de l'industrie en ce sens; la révision de la directive sera l'occasion de pérenniser ce principe.

Par ailleurs, le rapport souligne la nécessité de mieux appréhender la notion d'OTC qui ne fait aujourd'hui que l'objet d'une définition par défaut et de réfléchir aux conditions d'un encadrement adapté de ce type de transactions, notamment en les identifiant par la mise en place de *flags*.

La révision de la directive est également l'occasion d'**assurer les conditions d'une concurrence équitable** entre lieux d'exécution, sur la base des développements observés lors des premières années de mise en œuvre de la directive. Le rapport propose ainsi la création d'un véritable statut pour les *crossing networks* et de fixer une part de marché maximale au-delà de laquelle ces systèmes seraient tenus de prendre le statut de MTF, répondant ainsi aux préoccupations liées à l'absence de transparence pré-négociation et à la privatisation de la liquidité. Un seuil indicatif de 0,25% de l'ensemble des transactions est mentionné et devra là encore être précisé par le CESR/l'ESMA au regard des caractéristiques du marché européen.

¹ *Multilateral Trading Facility* (système multilatéral de négociation). Par souci de cohérence et de précision, le parti a été pris d'utiliser dans ce rapport la terminologie anglo-saxonne usitée dans les documents de consultation du CESR pour toute référence aux concepts qui y sont traités.

² European Securities Markets Authority, qui devrait être mise en place en janvier 2011.

Le rapport traite également de la nécessité de renforcer les exigences applicables en pratique aux MTF notamment en matière d'organisation et de surveillance de marché, dans les mêmes conditions que pour les marchés réglementés, pour des raisons à la fois d'intégrité des marchés et d'équité de concurrence entre lieux d'exécution sur une même valeur.

Il souligne enfin le besoin d'assurer une gestion coordonnée des suspensions et des réservations sur les différentes plates-formes d'exécution sur lesquelles est négociée une valeur.

Au-delà des modifications ou compléments à apporter aux dispositions existantes, le rapport consacre une partie importante de ses développements aux questions majeures relatives à l'évolution de la microstructure des marchés. Ces questions sont essentiellement liées aux **innovations technologiques** et devront être prises en compte à l'occasion de la révision de la directive, qu'il s'agisse de *high frequency trading*³, co-localisation, accès sponsorisé au marché, structures tarifaires, indications d'intérêt.

Sur l'ensemble de ces sujets très évolutifs et sur lesquels il serait vain de vouloir statuer précisément par des mesures législatives de niveau I, le rapport recommande de donner pouvoir au CESR/à l'ESMA afin d'intervenir en tant que besoin par des mesures contraignantes de niveau III, sur la base d'une compétence donnée par la directive.

Plus spécifiquement, le rapport recommande une meilleure appréhension et identification du *high frequency trading*. Face aux inquiétudes que suscite ce type d'activité, des mesures telles que l'encadrement des pas de cotation, la mise en place de structures tarifaires prenant en compte l'utilisation des capacités informatiques des systèmes de négociation ou encore une limitation du nombre d'ordres pouvant être retirés avant exécution pourraient utilement être envisagées pour en limiter le développement excessif. Le rapport invite par ailleurs à une très grande vigilance sur l'accès sponsorisé, appelle à des structures de tarification qui n'introduisent pas de biais selon les modes d'intervention sur le marché, et recommande l'interdiction des indications d'intérêt lorsqu'elles sont en réalité des ordres fermes communiqués exclusivement à certains membres des *dark pools* - rappelant qu'en application de la directive MIF un ordre doit être soit visible par tous, soit invisible pour tous.

³ Négociation haute fréquence

SOMMAIRE

INTRODUCTION

I. AMELIORER LA TRANSPARENCE DES MARCHES

I.1. LA TRANSPARENCE PRE-NEGOCIATION

- I.1.1. La dérogation fondée sur la taille de l'ordre**
- I.1.2. La dérogation applicable aux ordres détenus dans un système de gestion des ordres**
- I.1.3. La dérogation applicable aux transactions négociées**
- I.1.4. La dérogation applicable aux systèmes fonctionnant sur la base d'un prix de référence**
- I.1.5. Le traitement de l'OTC**

I.2. LA TRANSPARENCE POST-NEGOCIATION

- I.2.1. Comment définir une publication « autant que possible en temps réel » ?**
- I.2.2. Les informations à publier concernant l'origine de la transaction**
- I.2.3. Les informations sur la nature de la transaction**
- I.2.4. Les différés de publication**
- I.2.5. Les modalités de publication**

II. ASSURER LES CONDITIONS D'UNE CONCURRENCE EQUITABLE

II.1. LE STATUT DES « CROSSING NETWORKS »

II.2. LES INTERNALISATEURS SYSTEMATIQUES

II.3. LES EXIGENCES ORGANISATIONNELLES DES MARCHES REGLEMENTES ET DES MTF

III. APPREHENDER LES EVOLUTIONS TECHNOLOGIQUES DES MARCHES

III.1. LE « HIGH FREQUENCY TRADING »

III.2. L'ACCES SPONSORISE

III.3. LA CO-LOCALISATION

III.4. LES STRUCTURES TARIFAIRES

III.5. LES PAS DE COTATION

III.6. LES INDICATIONS D'INTERET

CONCLUSION

INTRODUCTION

La directive concernant les services d'investissement de 1993⁴ (DSI) n'ayant pas conduit à la réalisation de son objectif d'évolution vers un marché européen harmonisé des valeurs mobilières, la Commission Européenne lançait dès 1999 dans le cadre de son plan d'action sur les services financiers⁵ une série de directives pour parvenir à la création de ce marché.

Entrée en application le 1^{er} novembre 2007, la directive sur les « Marchés d'Instruments Financiers »⁶ (MIF), est un élément structurant de ce plan d'action. Elle a en effet introduit des changements substantiels à l'organisation des marchés financiers telle qu'établie par la DSI, en ouvrant notamment l'activité de négociation de titres à une concurrence nouvelle, par l'interdiction de l'obligation de concentration des ordres qui existait dans certains pays de l'Union Européenne dont la France.

Les principes essentiels qui ont présidé à l'élaboration de la directive MIF en ce qui concerne l'organisation des transactions étaient les suivants :

- la libre concurrence entre les différents lieux de négociation d'une valeur afin de faire baisser les tarifs imposés par les plates-formes d'exécution, ce qui devait entraîner une réduction des frais pour les investisseurs ;
- la transparence des carnets d'ordres et des transactions pour maintenir la confiance ;
- l'obligation pour l'intermédiaire de rechercher et de réaliser la meilleure exécution possible pour l'ordre de son client, afin de contrebalancer les effets de la dispersion attendue de la liquidité du fait de la concurrence entre plates-formes de négociation.

Le législateur européen, conscient du bouleversement susceptible d'être engendré par la directive MIF avait prévu son réexamen, et éventuellement sa révision, après deux années d'application pour s'assurer de la conformité des effets observés de la mise en œuvre du texte à ses objectifs initiaux. Dans l'esprit du législateur, ces réformes devaient bénéficier principalement aux investisseurs et aux émetteurs en rendant le marché des instruments financiers et en particulier des valeurs mobilières, plus attractif et donc permettre un meilleur financement de l'économie.

C'est dans le cadre des différents travaux menés sur la révision de la directive MIF⁷, qui doit intervenir début 2011, que le Collège de l'AMF a, lors de sa réunion du 15 décembre 2009, décidé la constitution d'un groupe de travail de place présidé par Jean-Pierre Pinatton et Olivier Poupert-Lafarge sur la révision de la directive. Le mandat du groupe est de faire des propositions techniques opérationnelles pour préparer les positions des autorités françaises dans le cadre de la révision de la directive MIF dans ses dispositions relatives à l'organisation des marchés secondaires d'actions.

En s'appuyant sur l'évolution de ces marchés en Europe depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF, et au regard de l'objectif d'assurer un fonctionnement efficient du marché, le groupe de travail a pour tâche, à partir de ce bilan, de formuler des propositions notamment sur:

- la transparence pré-négociation :
Quel équilibre peut-il être trouvé entre un mécanisme efficient de découverte des prix et de nécessaires dérogations à la transparence pré-négociation pour limiter l'impact de marché

⁴ Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

⁵ PASF (Financial Services Action Plan, FSAP 1999).

⁶ Directive 2004/39/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

⁷ Le CESR (Committee of European Securities Regulators) a publié un appel à contributions sur les sujets micro-structurels des marchés le 1^{er} avril 2010 ainsi qu'un document de consultation sur les marchés secondaires d'actions le 13 avril - respectivement ouverts jusqu'au 30 avril et 31 mai. Le CESR a pour objectif la remise d'un document final de recommandations à la Commission Européenne en juillet 2010.

de certains ordres? Faut-il revoir le champ des dérogations actuelles? Dans quelle direction et selon quels paramètres?

- la transparence post-négociation:

Comment améliorer la qualité et l'accessibilité des données? Faut-il créer une *consolidated tape* au niveau européen sur le modèle américain? Par quels moyens?

- les frontières réglementaires entre les différents modes et lieux d'exécution:

Les frontières doivent-elles être corrigées, précisées? Faut-il créer un cadre spécifique pour les *crossing networks*, les faire entrer dans le régime des systèmes multilatéraux de négociation (MTF, *multilateral trading facilities*)? Existe-t-il des distorsions de concurrence entre MTF et marchés réglementés trouvant leur origine dans la directive MIF et qu'il conviendrait de corriger?

Le groupe de travail a intégré dans ses réflexions une analyse de l'impact des évolutions technologiques sur la structure des marchés et s'est interrogé sur l'opportunité d'une intervention réglementaire concernant directement les règles détaillées et la technologie des marchés ou encore sur les structures de tarification des plates-formes de négociation. Il a aussi pris en considération les conclusions de la mission confiée à Pierre Fleuriot par Madame le Ministre Christine Lagarde sur la révision de la directive MIF.

Le groupe s'est réuni huit fois entre les 15 janvier et le 5 mai 2010. Il a concentré ses réflexions sur les sujets suivants identifiés comme les priorités de la révision de la directive MIF:

- **améliorer la transparence des marchés (I) ;**
- **assurer les conditions d'une concurrence équitable (II) ;**
- **appréhender les évolutions technologiques des marchés (III).**

I. AMELIORER LA TRANSPARENCE DES MARCHES

La transparence des marchés est un principe fondamental pour créer un environnement de confiance entre tous les intervenants du marché. Les exceptions dûment autorisées à ce principe ne sont justifiées que par l'objectif d'éviter des effets pervers sur le processus de formation des prix.

I.1. LA TRANSPARENCE PRE-NEGOCIATION

La directive MIF pose le principe général d'une transparence pré-négociation sur les ordres reçus par les marchés réglementés et les MTF, et prévoit quatre types de dérogations à cette transparence :

- une dérogation fondée sur la taille des ordres ;
- une dérogation applicable aux ordres détenus dans un système de gestion des ordres (*order management facility*) dans l'attente de leur diffusion au marché (*pending disclosure to the market*) ;
- une dérogation applicable aux transactions négociées ;
- une dérogation applicable aux systèmes fonctionnant sur la base d'un prix de référence.

La révision de la directive est l'occasion de clarifier et d'affiner les définitions et le périmètre de ces dérogations. Le groupe de travail a discuté les principales questions d'interprétation posées par ces dérogations et les modifications éventuelles à y apporter en s'appuyant sur la règle fondamentale d'une interprétation large du principe de transparence pré-négociation et d'une interprétation étroite des dérogations.

I.1.1. La dérogation fondée sur la taille de l'ordre.

La directive prévoit que les ordres d'une taille importante par rapport à la taille normale (*large in scale compared to normal market size*) n'ont pas à être rendus publics, l'objectif étant d'éviter l'impact de marché qui s'attacherait à de tels ordres.

La taille des ordres qui bénéficient de cette dérogation est fonction des volumes moyens quotidiens échangés et varie de 500.000 euros pour les valeurs les plus liquides à 50.000 euros pour les moins liquides.

Les principales critiques formulées à l'encontre de ce dispositif sont que ces montants ont été fixés sur la base de données « pré-MIF » et qu'ils ne tiennent pas compte de l'évolution de l'organisation des transactions, et notamment de la baisse de la taille moyenne des exécutions. Il deviendrait ainsi beaucoup plus difficile d'exécuter aujourd'hui une transaction de 400.000 euros qu'il y a trois ans, et une diminution de la taille des blocs doit tenir compte de cette évolution.

Toutefois, le groupe de travail note que les tailles de blocs n'ont pas été fixées en fonction de la taille moyenne des transactions mais au regard de leur impact de marché potentiel compte tenu de la liquidité des titres. La multiplication des plates-formes d'exécution et la diminution de la taille moyenne des transactions rendent certes l'exécution d'un ordre de grande taille potentiellement plus compliquée mais n'ont pas réduit pour autant la liquidité générale des titres ; certains avancent même le contraire. Il n'a donc à ce stade été aucunement démontré que l'exécution d'un ordre de grande taille générerait un impact de marché sensiblement supérieur dans ce contexte.

Le groupe n'estime pas nécessaire de modifier les tailles minimales des ordres éligibles à la dérogation à la transparence pré-négociation pour les blocs, dite dérogation « *large in scale* », lors de la révision de la directive MIF.

Le groupe de travail a noté par ailleurs des divergences d'interprétation entre les différents régulateurs européens sur le traitement des ordres « résiduels » dans ce cadre. Lorsqu'un ordre de blocs ou « *large in scale* » est exécuté face à un ordre affiché de moindre taille ou face à un autre ordre « *large in scale* » et que la transaction fait apparaître un solde résiduel de cet ordre, certains membres du CESR considèrent que cet ordre résiduel peut rester caché, même s'il est devenu inférieur à la taille de blocs, au motif que la dérogation s'applique à l'ordre initial. D'autres autorités compétentes considèrent que l'ordre résiduel doit être soit dévoilé soit annulé sauf à créer des distorsions de concurrence entre un ordre résiduel et un nouvel ordre de même taille, tous deux étant susceptibles de supporter le même impact de marché.

Le groupe de travail considère qu'il n'y a pas de justification à ce que ces ordres résiduels restent cachés et qu'ils doivent dès lors devenir transparents ou, si l'intermédiaire le souhaite, être annulés. Une ambiguïté peut exister sur le point de savoir si ces exigences de taille s'appliquent à l'ordre initial envoyé par le client, ou à l'ordre déjà scindé pour exécution qui arrive sur le marché (cf. *parent/child order*). Le groupe de travail note que les dérogations à la transparence pré-négociation s'appliquent aux marchés réglementés et MTF et que c'est donc la taille de l'ordre qui arrive sur le marché réglementé ou le MTF qui doit être prise en compte.

Le groupe conclut que les ordres résiduels résultant de l'exécution partielle de transactions « *large in scale* » doivent devenir transparents ou bien être annulés.

I.1.2. La dérogation applicable aux ordres détenus dans un système de gestion des ordres.

La directive MIF prévoit une dérogation à la transparence pré-négociation pour les ordres se trouvant dans un système de gestion des ordres dans l'attente de leur divulgation au marché. Cette dérogation visait initialement les ordres *iceberg* ou *reserve orders* et les ordres stop. Des questions d'interprétation se posent sur la notion d'ordres « en attente de leur divulgation au marché » (*pending disclosure to the market*) ou, à un niveau plus technique, sur les caractéristiques de tels ou tels ordres.

Une interprétation possible de la notion de « *pending disclosure to the market* » et retenue jusque là par la Commission Européenne est que les ordres mis en attente sur le marché réglementé ou le MTF ne doivent pas être conçus de façon à ne jamais apparaître dans le carnet d'ordres. Cette interprétation exclut les ordres totalement *dark* et n'ayant pas vocation à apparaître dans le carnet tels que les ordres discrétionnaires. En revanche, un ordre « stop » qui peut, certes, ne jamais apparaître dans le carnet s'il est exécuté en une seule fois dès lors qu'il est déclenché, peut néanmoins aussi apparaître dans le carnet en cas d'exécution partielle et satisfait donc au critère d'être « en attente de divulgation au marché ».

Dans le souci de préserver une transparence satisfaisante des marchés organisés, le groupe de travail est dans sa grande majorité favorable au maintien de l'interdiction existante d'ordres totalement cachés et ayant vocation à ne jamais apparaître dans les carnets d'ordres.

Il est en outre en faveur de l'introduction d'une taille minimale pour la quantité affichée des ordres *iceberg*. Cette taille devrait être qualifiée en un nombre significatif de titres (plutôt qu'en pourcentage). Le groupe de travail soutient la position exprimée par le CESR au terme de laquelle les nouvelles quantités affichées dans l'exécution d'un ordre *iceberg* ne peuvent pas conserver la même priorité que l'ordre initial à la limite considérée et doivent être affichées chaque fois avec une nouvelle heure d'entrée dans le carnet.

I.1.3. La dérogation applicable aux transactions négociées.

Un marché réglementé ou un MTF peut enregistrer une transaction négociée en dehors de son carnet d'ordres dès lors que le prix de la transaction se fait à l'intérieur ou aux bornes de la

fourchette moyenne pondérée telle qu'elle résulte du carnet pour la transaction considérée. Si la valeur n'est pas négociée en continu (*is not traded continuously*), la transaction se fait à l'intérieur d'un pourcentage fixe par rapport à un prix de référence acceptable (*suitable reference price*) - le pourcentage et le prix de référence étant fixes et rendus publics par avance par la plate-forme de négociation.

Le groupe de travail a examiné les principales questions d'interprétation, d'importance variable, soulevées par cette dérogation.

La référence à la situation où la valeur n'est pas négociée en continu doit-elle être lue comme faisant référence à une négociation par *fixing* par opposition au continu, ou doit-elle aussi inclure la situation où il n'y a pas de prix offert ou demandé pour la valeur à un moment donné ? L'avis technique du CESR rendu en 2006, et dont s'est inspiré le règlement européen, prévoyait les deux cas de figure.

Dans l'hypothèse où la dérogation permettrait à un marché réglementé ou à un MTF d'enregistrer des transactions négociées même en l'absence d'une fourchette achat/vente, la question suivante porte sur la possibilité d'utiliser le prix d'un autre marché comme « *suitable reference price* » et de combiner ainsi la dérogation « prix de référence » (cf. I.1.4. ci après) et la dérogation « transactions négociées ».

Le risque, en cas de combinaison des deux dérogations, est de voir se développer des plates-formes sur lesquelles des transactions négociées représenteraient l'essentiel de l'activité, alors que celles-ci sont initialement conçues comme un complément au carnet d'ordres.

Le groupe de travail se montre favorable à une interprétation de la dérogation sur les transactions négociées ne faisant de ces dernières qu'un complément occasionnel à la liquidité disponible dans le carnet d'ordres d'un marché réglementé ou d'un MTF et note que l'enregistrement de transactions négociées ne peut devenir l'activité principale d'un marché réglementé ou d'un MTF.

En conséquence, le groupe considère que l'enregistrement de telles transactions par un système de négociation n'est possible que lorsqu'une fourchette achat/vente est disponible dans le carnet d'ordres de ce système quand les titres font l'objet d'un modèle de marché en continu, le recours au « *suitable reference price* » ne s'appliquant qu'aux transactions négociées portant sur des actions faisant l'objet d'une négociation au *fixing* sur ce même système de négociation.

I.1.4. La dérogation applicable aux systèmes fonctionnant sur la base d'un prix de référence.

La directive prévoit que sont exonérés de transparence pré-négociation les systèmes sur lesquels le prix est fixé sur la base d'un prix de référence importé d'un autre système sous réserve que ce prix soit largement diffusé et qu'il soit considéré comme fiable (*reliable*) par les participants du marché. Cette dérogation est celle sur laquelle s'appuie le développement des *dark pools*. Même si les montants des volumes échangés sur ces systèmes de négociation dits « à prix de référence importés » restent encore faibles par rapport à ceux issus des autres exemptions, cette dérogation est celle qui suscite le plus de créativité de la part des plates-formes de négociation et de divergences d'interprétation parmi les membres du CESR. La révision de la directive MIF est donc l'occasion d'une clarification et/ou d'une révision.

La première question porte sur l'opportunité d'introduire une taille minimale des ordres sur ces plates-formes. Si, au moment de l'élaboration du règlement européen, l'objectif recherché était de faciliter l'exécution des transactions de montants importants et d'éviter l'impact de marché, l'expérience a montré que la taille des exécutions sur ces *dark pools* en pratique ne correspondait assurément pas à l'objectif initial. L'envoi d'un ordre vers un tel *dark pool* tend à devenir un passage obligé avant son envoi vers un marché transparent. Les *high frequency traders* sont également beaucoup plus présents sur ces carnets d'ordres. Selon les calculs faits par le CFA

Institute sur la base des chiffres publiés par Thomson Reuters⁸, la taille moyenne des transactions sur le carnet d'ordres *dark* est passée d'environ 30.000 euros au 1^{er} trimestre 2008 à 2.500 euros approximativement au 1^{er} trimestre 2010.

Le groupe de travail estime donc que pour conserver à cette dérogation son objectif initial, il convient d'établir une taille minimale des ordres susceptibles d'être exécutés sur ces systèmes. Il considère que cette taille minimale doit être sensiblement inférieure à la taille des blocs afin de conserver à la dérogation « prix de référence » sa spécificité ; il note en outre qu'aujourd'hui les blocs arrivent déjà fragmentés sur les systèmes de négociation.

Dans le cadre de la dérogation « prix de référence », le groupe admet qu'une fraction des volumes puisse bénéficier de cette dérogation dès lors que le cours exécuté est importé d'un marché transparent conformément aux dispositions de la directive MIF, qu'il y a transparence post-négociation et que l'ensemble de ces transactions ne constitue qu'une part marginale des volumes totaux réalisés sur les marchés. En effet, l'absence de limitation des volumes réalisés sous couvert de cette dérogation pourrait induire un détournement de volumes de transactions significatifs à l'échelle des marchés européens, qui porterait préjudice au mécanisme de formation des prix, conduirait à un élargissement des *spreads* et à une incitation accrue à traiter au milieu de la fourchette sur des *dark pools*. Dans la logique de limiter l'importance des ordres qui ne participent pas à la formation du prix, le groupe propose d'appliquer un seuil de volume d'activité au-delà duquel les ordres transmis au système fondé sur des prix importés devront être publiés (hors blocs). Les modalités de détermination et de mesure de ce seuil devront être affinées par le CESR/l'ESMA (à titre d'exemple, le seuil considéré aux Etats-Unis est de 0,25%).

En complément à cette limitation en volume, le groupe de travail considère que des ordres pouvant être négociés sur des marchés transparents sans susciter d'impact de marché n'ont pas vocation à être négociés sur des *dark pools* et que la diminution très substantielle des tailles d'exécution sur ces *dark pools* témoigne d'une dérive du dispositif initial.

Il est décidé par le groupe de travail de proposer l'application d'un seuil global au-delà duquel les ordres devront faire l'objet de transparence pré-négociation sur les systèmes de « prix de référence importé ». Les modalités de détermination et de mesure de ce seuil devront être discutées et affinées (le seuil de 0,25% appliqué aux Etats-Unis pourrait être considéré, ajusté éventuellement des spécificités liées à la taille du marché européen).

Le groupe de travail recommande également l'introduction d'une taille minimale pour les ordres susceptibles d'être exécutés sur ces systèmes. Au regard de la liquidité disponible à la meilleure limite, un montant de l'ordre de 50.000 euros est avancé pour les valeurs les plus liquides.

Des questions complémentaires portent sur les termes mêmes de la dérogation.

Dès lors que le prix de référence importé n'est pas limité aux transactions effectuées mais peut inclure des points de référence pris à l'intérieur d'une fourchette affichée, quels sont les points de référence acceptables ?

Le milieu de fourchette est le plus incontesté pour une dérogation qui se veut fondée sur un système complètement passif, *price taking* et dépourvu d'information directionnelle sur les prix. Une question peut toutefois être posée sur l'utilisation de la meilleure offre ou de la meilleure demande comme prix importé. En effet, le fait pour un vendeur d'accepter de vendre à la meilleure demande (et inversement) peut ne pas être considéré comme totalement dépourvu de contenu informationnel et relevant d'une logique de transaction totalement passive.

Une autre question porte sur l'inclusion des *fees* dans le prix importé. Selon la réglementation européenne, le prix importé doit être « déterminé sur la base d'un prix de référence fourni par un

⁸ (Equity Market Share Reporter, CFA Institute) - Cf. réponse du CFA au *Call for Evidence* du CESR sur les questions de micro structure des marchés, Avril 2010.

autre système ». Le groupe de travail considère que le prix auquel la transaction sera conclue sur le *dark pool* doit être un prix directement tiré d'un prix négocié ou affiché sur la plate-forme de référence - comme par exemple un milieu de fourchette +0,25% - en utilisant une flexibilité qui serait permise par la formulation « sur la base d'un prix fourni par un autre système » - et ne peut inclure la rémunération du *dark pool*.

Le dernier point a trait à l'utilisation d'une EBBO⁹ pour le calcul d'un milieu de fourchette (ou d'un *bid/ask*) comme prix de référence. Faut-il clarifier que le terme « fourni par un autre système » signifie en réalité que le prix de référence peut être fourni par un ou plusieurs systèmes de négociation? Dans l'affirmative, on constate que certains MTF sont aujourd'hui très peu liquides et que le prix offert/demandé peut être à la fois influencé et imparfaitement arbitré. La question se pose donc d'un critère de liquidité à intégrer dans la prise en compte des plates-formes susceptibles d'être utilisées dans le calcul d'une EBBO servant de prix de référence.

Le groupe de travail est d'avis que le prix importé doit provenir d'une fourchette « sèche », c'est-à-dire n'incluant pas les *fees* de la plate-forme sur laquelle la transaction a lieu.

Par ailleurs, il recommande de s'en tenir à la pratique validée par le CESR, à savoir considérer le milieu de la fourchette ainsi que la meilleure offre ou la meilleure demande, à l'exclusion des autres points de la fourchette.

Le groupe considère que plusieurs systèmes de négociation peuvent être pris en compte pour le calcul du prix de référence. Il n'est en revanche pas favorable à l'inclusion de critères de liquidité, difficiles à mettre en œuvre, pour les plates-formes prises en compte dans le calcul d'une EBBO utilisée comme prix de référence.

1.1.5. Le traitement de l'OTC.

Au-delà de ces questions liées à l'encadrement des dérogations liées à la transparence pré-négociation posées par la directive pour les marchés réglementés et les MTF, le groupe de travail est de l'avis qu'il serait en outre utile de définir plus précisément l'OTC¹⁰ et de s'assurer que des règles de transparence minimales s'appliqueront aux nouveaux types de plates-formes de négociation qui existent ou se créeront immanquablement dans l'avenir. Le groupe identifie en effet le risque actuel que tout ce qui n'est pas couvert par les différentes formes d'exécution prévues par la directive MIF échappe complètement aux règles de transparence posées par la directive. Il souligne le besoin d'identifier ce qui constitue l'OTC et de définir le traitement qui doit lui être appliqué, notamment en termes de transparence pour assurer la bonne formation des prix. Le CESR/l'ESMA pourrait ainsi avoir pour tâche d'établir une liste des types de transactions OTC bénéficiant de dérogations à la transparence pré-négociation.

Le groupe de travail identifie un problème de fond relatif à l'OTC, qui pousserait à reconsidérer l'ensemble du système, redéfinir clairement ce qu'est l'OTC et quel doit être son traitement, et établir que tout ce qui peut participer à la formation du prix doit donc entrer dans un environnement organisé.

En tout état de cause, l'OTC ne doit pas servir de lieu d'exécution par défaut. Le groupe de travail recommande donc que l'OTC devienne à terme la représentation d'une liste de types de transactions bénéficiant de dérogations et identifiées par un signalement spécifique. Dans cette optique, le CESR/l'ESMA devra avoir un rôle central dans l'établissement d'une telle liste et de son adaptation, autant que nécessaire, au fil des évolutions du marché.

⁹ *European Best Bid/Offer*.

¹⁰ *Over The Counter*, transactions faites de gré-à-gré.

I.2. LA TRANSPARENCE POST-NEGOCIATION

Le groupe de travail insiste sur le fait que la règle de transparence post-négociation posée par la directive MIF est de portée générale et ne peut souffrir que de très rares aménagements. A cet égard, il note la médiocrité des données publiées actuellement et le besoin essentiel de consolidation et d'amélioration de la qualité de ces informations pour en assurer une vision juste au marché.

Les premiers débats sur la révision de la directive MIF dans ses dispositions relatives à la transparence post-négociation ont fait apparaître les principaux points suivants de discussion, d'importance variable:

- comment définir une publication « autant que possible en temps réel » ?
- quelles informations publier concernant l'origine de la transaction (internalisateur systématique, *crossing networks*) ?
- quelles informations sur la nature de la transaction ?
- quels différés de publication ?
- quelles modalités de publication ?

I.2.1. Comment définir une publication « autant que possible en temps réel » ?

La directive MIF prévoit que les transactions sur actions admises à la négociation sur un marché réglementé, dès lors qu'elles ne sont pas autorisées à bénéficier d'un différé de publication, doivent être publiées « dans la mesure du possible/autant que possible en temps réel ».

Pour donner une consistance à cette notion assez éthérée et permettre de vérifier sa bonne mise en œuvre, le règlement européen d'application précise que les informations relatives à ces transactions sont en tout cas rendues publiques dans les trois minutes qui suivent chaque transaction concernée, cette limite n'étant pas posée pour les transactions sur un panier de titres. Or la pratique a montré que certains établissements ont programmé leurs systèmes pour publier systématiquement les transactions effectuées à l'expiration d'un délai de trois minutes.

La systématisation du délai de trois minutes est contraire à l'esprit et à la lettre de la directive MIF. Le groupe de travail note qu'aux Etats-Unis, les transactions effectuées sur les « *exchanges* » sont publiées immédiatement et les transactions OTC doivent être rapportées dans les trente secondes à FINRA¹¹ qui les publie immédiatement via la *consolidated tape*.

S'agissant de transactions effectuées de façon électronique, tout délai de publication apparaît difficilement justifiable techniquement. En revanche, le groupe de travail s'accorde à reconnaître la nécessité de prévoir un délai pour certaines transactions donnant encore lieu à un enregistrement manuel.

Le groupe de travail conclut que la publication des transactions doit se faire en temps réel. Il préconise donc de ramener le délai de publication maximal de trois minutes à soixante secondes, à compter de la réalisation de la transaction, pour les opérations n'étant pas entièrement électroniques.

Un paramétrage systématique du délai de publication sur le délai ultime de soixante secondes devrait par ailleurs être clairement interdit.

¹¹ Financial Industry Regulatory Authority.

I.2.2. Les informations à publier concernant l'origine de la transaction.

Pour les transactions effectuées sur des marchés réglementés et des MTF, la publication de la transaction est, selon la réglementation européenne, assortie d'une identification du lieu d'exécution. S'agissant des transactions effectuées par des internalisateurs systématiques, le principe est que la transaction doit être publiée avec l'identifiant du prestataire de services d'investissement (PSI), une dérogation permettant toutefois au PSI de publier la transaction sous un identifiant générique « IS » sous réserve de publier chaque trimestre des données agrégées sur les transactions qu'il a effectuées en tant qu'internalisateur systématique. Dans les faits, la dérogation est devenue la règle. L'ensemble des transactions autres que celles effectuées sur des marchés réglementés, des MTF ou par des internalisateurs systématiques sont publiées avec l'identifiant générique « OTC ».

L'un des objectifs de la révision de la directive MIF étant de mieux comprendre les différentes composantes du marché, la question est posée d'une meilleure identification des transactions conclues en dehors des marchés réglementés et MTF. Cette question apparaît particulièrement pertinente pour les internalisateurs systématiques et les *crossing networks* internes des banques. Le groupe de travail note que dans son document de consultation publié en octobre 2009, la SEC propose que les transactions effectuées sur les *ATS dark pools*¹² soient publiées avec l'identifiant du *dark pool* et plus seulement en tant que transactions « OTC ».

Le groupe de travail préconise que les transactions effectuées par les internalisateurs systématiques et les *crossing networks* soient identifiées de manière générique, c'est-à-dire par un identifiant « IS » ou « CN » - sans pour autant qu'il soit jugé nécessaire d'identifier ces systèmes individuellement.

Le groupe recommande également l'identification, lors de leur publication, des transactions n'ayant pas fait l'objet d'une transparence pré-négociation.

I.2.3. Les informations sur la nature de la transaction.

La directive MIF prévoit certains *flags* basiques pour identifier certains types de transactions (par exemple l'indication qu'il s'agit d'une transaction négociée, l'indication que l'échange des actions est déterminé par des facteurs autres que le prix de marché en vigueur)¹³.

Chaque plate-forme de négociation a développé ses propres *flags*, beaucoup plus fins et non harmonisés, rendant la lecture et la compréhension des données publiées beaucoup plus difficile. Aucune harmonisation n'en a été faite à ce jour. Un groupe de travail initié par l'industrie travaille actuellement sur le sujet. Il y a un consensus à reconnaître la nécessité d'harmoniser les *flags* en Europe.

Le groupe de travail note la nécessité de distinguer les *flags* à destination des systèmes des régulateurs, et ceux ayant vocation à être publics. En outre, le signalement de certains types de transactions n'a de sens et d'utilité que si ces *flags* sont harmonisés entre les différentes plates-formes qui les utilisent.

Le groupe a également appréhendé la question spécifique de la nécessité de marquer les transactions résultant de couvertures de positions OTC, et conclut qu'il peut y avoir un intérêt à les signaler s'il s'agit d'opérations impliquant des échanges auxquels des tiers ne peuvent pas participer. Le groupe considère en outre qu'il conviendrait de mener une analyse plus détaillée quant aux implications potentiellement liées au signalement d'autres types d'opérations (par exemple l'identification au sein des banques des opérations directionnelles).

¹² ATS : *Alternative Trading Systems*. Aux Etats-Unis, la définition des ATS inclut les systèmes de *crossing* internes des banques.

¹³ Voir également la question liée posée par le *high frequency trading* (cf. III.1)

Plus généralement, il est essentiel d'assurer une transparence fiable, rapide et exhaustive des transactions faites OTC ainsi qu'un signalement de ces opérations afin qu'elles puissent être identifiées comme telles par les intervenants de marché.

Le groupe de travail souligne l'importance d'assurer une vision fiable et une compréhension éclairée des données publiées sur les transactions. Dans cette optique, il soutient le principe de l'harmonisation des *flags* en Europe.

Un travail technique complémentaire sera en outre nécessaire pour analyser et comprendre le type d'information qui devra être marqué (s'agissant entre autres des transactions résultant de couvertures de positions OTC).

De manière générale, le groupe préconise d'identifier et de signaler les différents types de transactions OTC afin d'être à même de reclasser ces opérations dans les formes d'exécution existantes ou de définir de nouvelles dérogations à la transparence adaptées (cf. I.1.5).

I.2.4. Les différés de publication.

Les transactions conclues entre un prestataire de services d'investissement agissant pour son propre compte et un client de ce PSI peuvent bénéficier d'un différé de publication dont la durée est définie dans le règlement européen d'application et dépend à la fois de la liquidité du titre, définie par les volumes moyens quotidiens échangés, et de la taille de la transaction.

Ces différés de publication visent à permettre aux intermédiaires de dénouer leurs positions avant que la transaction soit connue du public, l'inverse risquant de dissuader les intermédiaires d'apporter cette source supplémentaire de liquidité à leurs clients. Cependant, il semble que ces différés autorisés aient été utilisés pleinement en pratique, même lorsque les intermédiaires avaient débouclé leurs positions avant l'expiration du délai et n'étaient donc plus en risque.

Chacun s'accorde à reconnaître aujourd'hui que ces différés de publication sont excessifs. Une information publiée au bout de deux ou trois jours a largement perdu tout intérêt. Pour mémoire, avant l'entrée en vigueur de la directive MIF, le différé maximum de publication autorisé sur NYSE Euronext pour les transactions les plus importantes effectuées en compte propre était le lendemain matin.

Le groupe a débattu des cas dans lesquels la réduction des différés de publication serait nécessaire et dans quelle mesure. Il ressort de ces discussions que la réduction de ces délais est essentiellement pertinente dans le cas de transactions sur des valeurs liquides. En effet, il semble que pour les valeurs moyennement ou peu liquides il puisse être important voire nécessaire de maintenir un délai suffisant, au-delà de l'ouverture du marché le lendemain, pour laisser aux intermédiaires s'étant portés contrepartie d'une transaction le temps de déboucler leurs positions avant que la transaction soit connue du marché. Dans le cas inverse, les intermédiaires pourraient être dissuadés d'apporter ainsi de la liquidité à leurs clients.

En conséquence, le groupe de travail propose de revoir la grille des différés de publication du règlement européen en établissant les délais différés de publication par « tranches » de liquidité de la manière suivante :

- sur les valeurs les plus liquides : différé de publication maximum à l'ouverture du marché le lendemain (au lieu de fin J+2) ;
- sur les valeurs moyennement liquides : différé de publication maximum à fin J+1 (au lieu de fin J+3) ;
- sur les valeurs les moins liquides : différé de publication maximum à fin J+2 (au lieu de fin J+3)

I.2.5. Les modalités de publication.

La directive MIF prévoit aujourd'hui plusieurs canaux pour la publication des transactions. Ces dernières peuvent en effet être publiées soit par un marché réglementé ou un MTF sur lequel le titre est admis à la négociation ou négocié, soit par le recours aux services d'un tiers, soit au moyen de dispositifs propres (par exemple, *via* un site internet).

Une vision plus consolidée du marché, et en priorité des transactions qui y sont effectuées, constitue un enjeu majeur de la révision de la directive MIF pour l'ensemble des acteurs du marché (émetteurs, investisseurs institutionnels, intermédiaires et particuliers). On suppose posée comme préalable l'amélioration de la qualité des données publiées, à la fois par un travail d'élaboration de standards techniques et par une clarification des transactions ayant vocation à être publiées.

Plusieurs options sont ici envisageables.

La première est celle d'une *consolidated tape* obligatoire où l'ensemble des transactions sont publiées en un point unique, l'opérateur de cette *consolidated tape* étant choisi par appel d'offres après que les régulateurs en aient défini le cahier des charges. Cette approche présente des similarités avec celle retenue pour les *trade repositories* pour les dérivés OTC, même s'il s'agit à ce stade de « flux » en temps réel davantage que de publication d'informations agrégées.

Cette option est la plus ambitieuse dans la perspective d'un marché européen intégré. Les modalités de sa mise en œuvre, et notamment la définition du cahier des charges de l'opérateur de cette *consolidated tape* et de règles de gouvernance du système qui le rendent suffisamment adaptable aux évolutions à venir, devront néanmoins faire l'objet d'une analyse détaillée.

Elle appellera également la mise en place d'un modèle économique permettant un accès à ces données à un coût moindre que ceux facturés aujourd'hui par les fournisseurs de données.

La seconde option consiste à laisser l'industrie s'organiser elle-même : Reuters et Bloomberg expliquent que l'amélioration de la qualité des données, étape liminaire en tout état de cause indispensable, leur permettra d'assurer une consolidation des données de qualité. Cette option a l'avantage de la simplicité et, pour certains, de maintenir une offre concurrentielle au lieu d'avoir recours à un « monopole ». Elle ne conduit en outre pas nécessairement à revoir la question des coûts. Pour autant, cette question du coût des données tant au niveau des plates-formes qu'au niveau des vendeurs tels que Reuters ou Bloomberg paraît difficilement pouvoir être écartée alors que selon les chiffres les plus souvent cités, le coût des données est, à volume de transactions égal, environ cinq fois plus cher en Europe qu'aux Etats-Unis.

Autre solution : une consolidation des données par les marchés réglementés, chaque marché réglementé publiant l'ensemble des transactions effectuées sur les valeurs dont il est le marché primaire d'admission ou le marché le plus liquide, est également parfois évoquée. Certains s'interrogent toutefois sur la reconnaissance et le rôle qui seraient ainsi donné aux marchés réglementés dans la publication des transactions de leurs concurrents les plus directs.

Le groupe de travail est majoritairement en faveur d'une *consolidated tape* unique obligatoire, dont les modalités de gouvernance et le *business model* resteraient à définir au niveau de l'ESMA.

Il considère en effet que les efforts de l'industrie ces dernières années pour assurer une vision exhaustive et fiable des transactions effectuées sur les actions en Europe n'ont cependant pas abouti à des résultats suffisamment probants et qu'une *consolidated tape* unique et obligatoire sera nécessaire pour fournir cette vision au marché.

II. ASSURER LES CONDITIONS D'UNE CONCURRENCE EQUITABLE

II.1. LE STATUT DES « CROSSING NETWORKS »

Le paysage « post-MIF » a vu se développer en Europe des systèmes de négociation alternatifs de divers types, parmi lesquels des *dark pools* dans les marchés organisés et des *crossing networks* au sein des prestataires de services d'investissement. Ces derniers opèrent dans un vide réglementaire, sans aucun statut ni obligation de transparence pré-négociation imposée aux autres types de plates-formes.

Dans le cadre du travail sur la révision de la directive se posent principalement les questions suivantes s'agissant de ces systèmes :

- à partir de quel seuil un *crossing network* peut/doit-il être qualifié du statut de plate-forme de négociation organisée (MTF) ?
- sous ledit seuil, les *crossing networks* doivent-ils être soumis à des obligations de transparence pré-négociation, et si oui lesquelles ?

Il existe un vide réglementaire bénéficiant aux *crossing networks* alors même qu'ils sont un lieu d'appariement d'ordres présentant des similarités avec les MTF mais ne se voient imposer aucune obligation de transparence pré-négociation. En outre, on assiste actuellement à un phénomène d'interconnexion des *crossing networks* entre eux, sur lesquels sont négociés des volumes importants d'ordres de nature à contribuer à la formation du prix ; ce phénomène rend d'autant plus indispensable d'assurer l'équité de traitement par rapport aux autres plates-formes de négociation.

Il est proposé de créer un statut pour les *crossing networks*, sans pour autant en faire un nouveau service d'investissement.

Aux termes de ce statut, les intermédiaires opérant des *crossing networks* seraient tenus d'identifier ces systèmes auprès de leur régulateur national en leur fournissant toutes informations utiles sur leurs caractéristiques et sur les modalités de leur fonctionnement ; la liste de ces systèmes figurerait en outre dans la base de données du CESR.

La déclaration des transactions faites au régulateur par le prestataire de services d'investissement pourrait inclure une mention spécifique « CN » en complément de l'identifiant du PSI. Le régulateur saurait alors qu'il s'agit d'un type particulier de transactions OTC faites par le PSI et cette information pourrait être utilisée pour des besoins de contrôle du respect de l'obligation de meilleure exécution.

Dans la mesure où la plupart de ces systèmes fonctionnent de fait sur la base d'un prix importé, et afin de maintenir un minimum d'équité avec d'autres plates-formes de négociation, il est recommandé que les exigences relatives à l'utilisation d'un prix de référence applicables aux *dark pools* (milieu de fourchette, meilleure offre et meilleure demande) s'appliquent également aux *crossing networks*.

En outre, il est proposé d'appliquer aux *crossing networks* un seuil d'activité au-delà duquel ces systèmes seraient qualifiés de MTF (*dark* ou *lit*) et de s'inspirer dans cette perspective du seuil de 0,25% utilisé aux Etats-Unis, adapté des particularités du marché européen.

Le groupe conclut qu'il serait pertinent de créer un statut pour les *crossing networks* selon les grandes lignes décrites plus haut, d'encadrer la pratique du prix importé par ces systèmes et d'exiger que ces *crossing networks* prennent le statut de MTF dès lors qu'ils représentent une part de marché minimale. L'idée est évoquée de s'inspirer du seuil de 0,25% pratiqué aux Etats-Unis, potentiellement adapté en tenant compte des particularités du marché européen. La question de la détermination, de la mesure et du contrôle de ce seuil reste néanmoins complexe et devrait être abordée dans le processus de consultation européen et confiée au CESR/à l'ESMA).

En-dessous du seuil d'activité déterminé, le *crossing network* se verra appliquer les mêmes règles

que les *dark pools* quant à l'utilisation d'un prix de référence.

Dans la situation de *crossing networks* interconnectés, le seuil fixé s'appliquerait à l'activité cumulée des *crossing networks* considérés.

II.2. LES INTERNALISATEURS SYSTEMATIQUES

Les internalisateurs systématiques sont aujourd'hui soumis par le régime de la directive MIF à des obligations dissymétriques, c'est-à-dire des obligations de publication pré-négociation de prix et de quantité, soit à l'achat soit à la vente et potentiellement pour un seul titre. Cela constitue une inéquité par rapport aux autres plates-formes de négociation organisées qui ont des obligations de publication de prix à l'achat et à la vente et pour une taille minimale. La question se pose donc de renforcer l'exigence de transparence pré-négociation des internalisateurs systématiques et de leur imposer une obligation d'afficher des prix à l'achat et à la vente pour une taille minimale, et si oui à quelle hauteur.

Malgré le nombre aujourd'hui très limité d'internalisateurs systématiques déclarés aux régulateurs européens (seulement un en France), le groupe recommande néanmoins de ne pas sous-estimer le risque de développement d'autres types de plates-formes que cette dissymétrie implique. On observe notamment le développement de nouvelles plates-formes sur la base de cette possibilité au Royaume-Uni. En outre, il y a une question de principe à ne pas laisser persister des inéquités injustifiées dans le paysage financier européen.

Le groupe considère donc que le souci d'équité avec les autres types de plates-formes de négociation justifie la demande de principe de rééquilibrage des obligations des internalisateurs, et l'application à ces intervenants de l'obligation de publier des prix à l'achat et à la vente pour une quantité minimale.

II.3. LES EXIGENCES ORGANISATIONNELLES DES MARCHES REGLEMENTES ET DES MTF

Le sujet des frontières réglementaires entre les différents lieux d'exécution d'ordres, au cœur duquel se placent les exigences organisationnelles différentes applicables à ce jour aux MTF gérés par des marchés réglementés et aux MTF gérés par des prestataires de services d'investissement, est essentiel. En effet, les différences d'exigences en termes d'organisation pour ces deux types d'opérateurs, qui résultent soit de la directive MIF, soit de son application, posent à la fois des questions d'intégrité de marché et de concurrence.

Le groupe de travail soulève le risque que représente l'exécution d'importants volumes d'ordres sur des plates-formes moins surveillées (i.e. MTF gérés par des PSI). Il est donc nécessaire d'aligner, y compris dans leur mise en œuvre, les exigences en matière d'organisation et de surveillance de ces plates-formes sur celles des marchés réglementés qui gèrent des plates-formes de même type. L'existence d'une fonction de surveillance sur l'ensemble d'une valeur et sur tous les lieux d'exécution où elle se négocie est une préoccupation majeure pour le groupe et justifie l'application d'exigences de surveillance équivalentes sur les marchés réglementés et les MTF.

Ces disparités en termes d'exigences organisationnelles, qui se traduisent par des différences substantielles de fonctionnement en termes de coûts, sont une source de distorsion de concurrence entre les différents types de plates-formes. Il importe donc que ces exigences soient harmonisées non seulement au niveau de la directive de niveau I, mais aussi dans leur mise en œuvre et dans un plus grand niveau de détail par l'ESMA (notamment en matière de procédures de sauvegarde/*backup*).

Le groupe souligne également la nécessité d'une gestion coordonnée des suspensions et des réservations sur les différentes plates-formes d'exécution sur lesquelles est négociée une même valeur.

La directive MIF a d'ores et déjà organisé un mécanisme de coordination des régulateurs en cas de suspension de la négociation d'une valeur négociée sur plusieurs marchés réglementés et/ou MTF¹⁴. Il est proposé d'étendre cette coordination aux internalisateurs systématiques et aux *crossing networks*.

Par ailleurs, le groupe recommande d'étendre cette gestion coordonnée des plates-formes (en y incluant internalisateurs systématiques et *crossing networks*) aux situations dans lesquelles une réservation « technique » est opérée par le marché le plus liquide en cas de soudaine et forte baisse (ou hausse) des cours. Dans l'hypothèse où la valeur « réservée » sur son marché directeur peut néanmoins continuer à être négociée aisément sur d'autres plates-formes, la réservation de la valeur, c'est-à-dire l'arrêt momentané des transactions sur le marché directeur pour donner un temps de respiration à l'ensemble des participants, y compris aux algorithmes de négociation, se trouve privé de tout effet réel.

Le groupe de travail souligne la nécessité de renforcer les exigences applicables aux MTF notamment en matière de surveillance de marché, dans les mêmes conditions que pour les marchés réglementés. Il est d'avis d'une part que l'intégrité de ces marchés doit être surveillée de manière équivalente quel que soit l'opérateur en charge de leur gestion ; et d'autre part que les distorsions de concurrence créées par cette disparité doivent être corrigées.

Le groupe recommande également l'extension du dispositif de gestion coordonnée des suspensions aux internalisateurs systématiques et aux *crossing networks*, ainsi que la mise en place d'un dispositif de gestion coordonnée des mécanismes de « réservation » en cas de variations brutales des cours.

III. APPREHENDER LES EVOLUTIONS TECHNOLOGIQUES DES MARCHES

CESR a publié le 1^{er} avril 2010 un appel à contributions (*Call for Evidence*) posant des questions ouvertes sur un certain nombre de sujets microstructurels liés aux marchés d'actions européens : le développement du *high frequency trading*, les problématiques posées par l'accès sponsorisé au marché et la co-localisation, par l'évolution des pas de cotation et par la pratique des indications d'intérêts; les structures tarifaires et leur impact sur le marché.

Chacun de ces sujets, communs de part et d'autre de l'Atlantique et liés tout autant, sinon davantage, aux évolutions technologiques qu'à telle ou telle disposition spécifique de la directive MIF, n'a assurément pas été anticipé par le législateur lors de la rédaction initiale du texte.

III.1. LE « HIGH FREQUENCY TRADING »

Le groupe de travail s'est interrogé sur les bénéfices et risques du *high frequency trading*, ainsi que sur le besoin éventuel de réglementer cette activité et dans quelle mesure. Dans ce contexte les questions suivantes ont été relevées et discutées.

Toute évaluation de l'impact du *high frequency trading* sur la liquidité du marché pose la délicate question de la définition et de la mesure de cette liquidité.

Le développement du *high frequency trading* est à la fois lié à la technologie (capacité des systèmes informatiques et temps de latence) et à la fragmentation de la liquidité multipliant les

¹⁴ Article 41 de la Directive de niveau I.

opportunités d'arbitrage entre plates-formes de négociation. Dans le même temps, les plates-formes de négociation ont pris des mesures à même d'encourager et d'attirer cette nouvelle forme de liquidité (réduction des pas de cotation, co-localisation, accès sponsorisé, structures de tarification).

Le *high frequency trading*, comme certains algorithmes de trading des intermédiaires, a contribué à une baisse de la taille moyenne des transactions et pu en conséquence inciter certains intervenants de marché à recourir à des *dark pools* pour l'exécution d'ordres de taille de plus en plus réduite. Le HFT a poussé les plates-formes de négociation à diminuer les pas de cotations. Cette diminution des pas de cotation initiée par les plates-formes organisées pour attirer le *high frequency trading*, dans un univers de plus en plus concurrentiel, s'est à son tour traduite par un resserrement des fourchettes entre *bid* et *ask*.

Le *high frequency trading* a également contribué à une très forte augmentation des volumes négociés sur des plates-formes organisées du fait du très rapide taux de rotation des instruments financiers achetés et vendus. Si le *high frequency trading* a parfois pu être qualifié de forme nouvelle de *market-making* au regard de la liquidité apportée par ces nouveaux types d'intervenants, y compris au bénéfice des investisseurs finaux, d'autres s'interrogent en revanche sur la réalité de cette liquidité, instantanée, susceptible de disparaître à tout moment et ne correspondant à aucune vision de la valeur d'une action. En outre, à la différence d'un teneur de marché ou d'un apporteur de liquidité (*liquidity provider*), il semblerait que le *high frequency trading* ne soit essentiellement pas « *mean reverting* » mais plutôt « *trend follower* ».

Le monde du *high frequency trading* est toutefois probablement moins monolithique qu'en apparence, marqué par une certaine diversité des acteurs et de leurs stratégies. Certains arbitrent la même valeur sur plusieurs plates-formes, d'autres corrélient plusieurs valeurs ; certains recherchent des pas de cotation limités, d'autres des pas de cotation plus élevés ; enfin, tous n'ont pas la même aversion à la volatilité. Si certains sortent des marchés volatiles, d'autres jouent au contraire le rôle d'« amortisseurs » de volatilité... Il est également noté que les *high frequency traders* ont maintenu une présence, et donc un apport de liquidité, même au plus fort de la crise.

Si certains observent que les stratégies d'arbitrage entre plusieurs plates-formes contribuent à l'efficacité du marché, d'autres soulignent que la fragmentation des ordres et des transactions, qui renchérit l'exécution globale d'un ordre, nuisent à cette efficacité, notamment pour ce qui est des valeurs les plus liquides où le *high frequency trading* peut créer d'inutiles coûts de friction en s'interposant entre acheteurs et vendeurs.

Un facteur-clé du développement du *high frequency trading* est probablement la multiplication des plates-formes de négociation, qui crée une diversité de prix disponibles sur un même instrument. En revanche, la multiplication du nombre d'acteurs peut constituer une limitation potentielle au développement du *high frequency trading* : plus il y a de *high frequency traders* plus les prix seront arbitrés rapidement ; il en résulte donc potentiellement moins d'opportunités d'arbitrages/de gains pour ces acteurs à terme.

Certains *high frequency traders* qui sont aussi membres de *dark pools* arbitrent les intérêts qu'ils rencontrent dans lesdits *dark pools* contre les marchés organisés. Cela leur permet de tirer avantage de la connaissance des propositions apparaissant dans les *dark pools*. Les régulateurs devront surveiller les pratiques potentiellement abusives qui en résulteraient.

Les risques/inconvénients que le groupe de travail a identifiés sont la diminution de la taille des ordres, l'augmentation de la volatilité *intra-day*, le détournement des investisseurs de long terme des plates-formes *lit* voire des *dark pools* pour se tourner vers les *crossing networks*, un marché qui peut être déconnecté de la réalité économique. La question de l'accès équitable au marché et de la constitution d'un marché à deux vitesses se pose également à raison notamment des coûts informatiques afférents à cette course à la nano-seconde. La rapidité d'entrée et d'annulation des ordres qui caractérisent le *high frequency trading* est en outre susceptible de donner lieu à des stratégies faisant question au regard du caractère « *fair and orderly* » du marché. Il est ainsi possible de concevoir des algorithmes qui incorporent des ordres dont l'objectif serait de déplacer

la fourchette de marché afin de permettre des gains sur des positions prises antérieurement. De tels comportements pourraient éventuellement être considérés comme de la manipulation de marché. La fréquence d'ajustement des carnets d'ordres rend également la transparence pré-négociation moins pleinement exploitable notamment par des participants de marché qui n'ont pas recours à la co-localisation (cf. barrière de Shannon). Enfin la liquidité potentiellement générée par les *high frequency traders* se concentre essentiellement sur les valeurs liquides. Devant la concurrence de plus en plus vive de ces acteurs entre eux, on les voit néanmoins également apparaître sur les valeurs moyennes.

En outre le groupe considère important de poser la question de l'impact du *high frequency trading* en termes d'économie globale et d'équilibre du marché. Le groupe souligne également que doivent être appréhendés le risque systémique lié à la corrélation des stratégies en cas de crise ou de retournement de marché, les risques liés à des dysfonctionnements des algorithmes et les risques d'abus de marché.

Face aux arguments avancés par certains, il n'est pas établi que les algorithmes utilisés par les *high frequency traders* corrigent les dérapages injustifiés de marché mais auraient plutôt tendance à les accentuer.

Le groupe note enfin qu'une restriction directe ou indirecte à l'activité des *high frequency traders* aurait un fort impact sur le *business model* de nombre de plates-formes alternatives qui tirent une partie significative de leurs revenus de la présence de ces intervenants.

En conclusion, s'il paraît à ce stade difficile de porter un jugement définitif sur la contribution du *high frequency trading* au fonctionnement du marché, la majorité du groupe juge utile d'explorer certaines pistes qui assureraient l'équilibre concurrentiel entre les différents types d'intervenants sur le marché. Il est en effet essentiel de stabiliser ces pratiques afin que les investisseurs continuent à bénéficier du meilleur service et que la transparence post-négociation fasse sens. Si la présence des *high frequency traders* n'est pas *per se* problématique, elle le deviendrait dès lors que leur activité viendrait à résulter en une rupture de la concurrence équitable entre intervenants et porterait préjudice à l'efficacité et à la sécurité du marché.

Dans cette perspective, le groupe recommande que le CESR/l'ESMA explore des mesures telles que l'encadrement des pas de cotation (par exemple limités à trois décimales comme l'industrie l'a déjà validé conventionnellement) et/ou un recours par les plates-formes de négociation à des politiques tarifaires prenant en compte notamment l'utilisation des capacités informatiques des systèmes ; ainsi une facturation accrue au-delà d'un certain nombre d'ordres et/ou à partir d'un pourcentage d'ordres annulés par rapport aux ordres exécutés par un intervenant pourrait être envisagée.

Ces mesures relèvent probablement d'une technicité inadaptée pour le niveau législatif. Au-delà d'un principe général qui pourrait être posé dans la directive de niveau I, il importe donc que le CESR/l'ESMA se voit confier un rôle d'identification et de suivi du *high frequency trading*, avec capacité d'intervention pour encadrer de potentielles dérives selon les règles ci-dessus évoquées. En outre et pour mieux appréhender l'activité des *high frequency traders*, leurs transactions pourraient être identifiées en tant que telles (sous réserve de parvenir à une définition claire de l'activité couverte) dans le reporting aux régulateurs, comme le propose la SEC, et peut-être sous forme de volumes agrégés ou de parts de marché par plate-forme de négociation.

III.2. L'ACCES SPONSORISE

Les implications liées au développement de l'accès sponsorisé au marché (*sponsored access*) ont été débattues par le groupe de travail. Les bénéfices et risques de ces arrangements et la manière d'en prévenir les risques, éventuellement par un encadrement réglementaire, ont été définies comme suit.

L'accès sponsorisé permet à des « non-membres » du marché de ne pas être pénalisés par des temps de latence liés à un système de routage d'ordres vers l'ordinateur du membre de marché dont il est client, puis par le temps de latence lié à l'acheminement de son ordre vers l'ordinateur central de la plate-forme de négociation. Comparativement à la situation où il aurait fait le choix d'être directement membre du marché¹⁵, le « non-membre » bénéficie de coûts de négociation (y compris de compensation) bien moindres dans la mesure où il profite des tarifs du prestataire de services d'investissement qui le sponsorise alors qu'il ne lui paie qu'un courtage très réduit. En outre, contrairement à un membre du marché, le client d'un membre ne se voit généralement pas répercuter les appels de marge ni facturer de coût de compensation/règlement-livraison.

Le membre qui « sponsorise » le client répond à une demande commerciale. Il n'y est pas contraint. Il peut y gagner une réduction de frais payés à la plate-forme de négociation au regard de l'augmentation des volumes négociés mais les frais de courtage payés par le *sponsored participant* au membre du marché sont généralement inférieurs à ceux payés dans le cadre d'un routage d'ordres classique.

Le *naked sponsored access* tel qu'il se pratique aux Etats-Unis, et au terme duquel un intermédiaire permet à un ou plusieurs de ses clients de se connecter directement à la plate-forme en utilisant son code membre sans autre forme de contrôle est inacceptable au regard des risques ainsi générés tant au regard du fonctionnement ordonné (*orderly*) du marché que des risques supportés par le membre du marché et son compensateur. Il n'est à la connaissance du groupe pas mis en œuvre en Europe. Les plates-formes qui autorisent aujourd'hui le *sponsored access* (Chi-X, LSE, NYSE Euronext) ont soumis, sous le contrôle de leur régulateur, ce dispositif à des exigences de mise en œuvre de filtres et de contrôles préalables des ordres, dont le paramétrage est sous la responsabilité et le contrôle du membre même si ces filtres ne sont pas géographiquement situés chez ce dernier.

Le groupe de travail note cependant que le très faible nombre de membres de marché ayant en Europe donné un accès sponsorisé témoigne de la difficulté, pour ces membres, à trouver et mettre en place un dispositif de gestion des risques leur permettant de faire face aux responsabilités qui leur incombent dans ce cadre. L'accès sponsorisé au marché pose également la question de la répartition des responsabilités entre le membre du marché qui sponsorise un client et le marché offrant cette possibilité.

Le groupe rappelle que le Comité Technique de l'OICV devrait en outre approuver une série de principes concernant le *Direct Electronic Access* (y compris sur l'accès sponsorisé) portant notamment sur les critères de sélection des clients auquel est donné un accès sponsorisé, les relations contractuelles entre la plate-forme, le membre et le client et leurs responsabilités respectives, les exigences de contrôle et de filtres préalables sous la responsabilité de l'intermédiaire et du marché. Ces recommandations devront être intégrées à une réflexion européenne sur les mêmes sujets.

Le groupe de travail est majoritairement favorable à l'imposition de mesures européennes pour réglementer, voire interdire pour les sociétés n'appartenant pas au même groupe, l'accès sponsorisé au marché. Il est en effet essentiel que les intervenants accédant au marché ne soient pas exonérés de leur responsabilité par la mise en œuvre de ce type d'exonération infondé et qui leur donne un avantage indû.

¹⁵ Ce qui serait juridiquement possible sans avoir le statut de prestataire de services d'investissement dès lors qu'il ne négocie que pour compte propre.

La directive MIF ne contient, légitimement, que des dispositions assez générales sur l'accès non discriminatoire au marché ou encore l'exigence pour les marchés d'assurer un « *fair and orderly market* ». Il apparaît souhaitable que le CESR/l'ESMA se voit confier un pouvoir d'interprétation plus fin de ces exigences pour prendre les dispositions nécessaires pour répondre aux évolutions du marché et encadrer de façon harmonisée au niveau européen les modalités de gestion des risques qui s'y attachent.

III.3. LA CO-LOCALISATION

Le groupe de travail s'est également penché sur les bénéfices, inconvénients et impacts des services de co-localisation pour l'efficacité des marchés et le traitement équitable des différents acteurs concernés (plates-formes de négociation, participants de marché et clients) - ainsi que sur la question de savoir s'il y a matière à réglementer ces pratiques et dans quel sens.

Pour certains intervenants de marché tels les *high frequency traders* ou les membres intervenant en fonds propres, la co-localisation présente le bénéfice incontestable de temps de latence extrêmement réduits, condition *sine qua non* de certaines stratégies d'intervention sur le marché. Les plates-formes de négociation souhaitant attirer cette clientèle et plus largement les acteurs de marché particulièrement soucieux de temps de latence très réduits, qui génèrent d'importants volumes de transactions, ont intérêt à offrir ce service qui peut devenir une véritable stratégie de développement.

Cependant la co-localisation pose la question d'une éventuelle distorsion de concurrence entre les membres d'un marché et d'iniquité dans l'accès au marché, avec ultimement une interrogation sur le caractère «équitable» (*fair*) d'un marché où certains participants reçoivent plus rapidement que d'autres les informations sur le carnet d'ordres et sur les transactions exécutées, et voient leurs instructions entrer plus vite dans le système de négociation.

Face à ces préoccupations, certains observent que la distorsion de concurrence n'existe pas réellement tant que tous les participants souhaitant un espace en co-localisation peuvent l'obtenir. Certes, le coût est important mais les temps d'accès au marché ont toujours dépendu des moyens, notamment informatiques, dont l'intermédiaire considérait nécessaire de disposer pour répondre aux besoins de ses clients (ou à son propre besoin). L'interdiction de la co-localisation pourrait toutefois créer d'autres formes d'iniquité.

Aujourd'hui, et dans la mesure où aucune restriction physique n'existe à l'accès aux espaces de «co-localisation» pour les membres d'un marché souhaitant y avoir accès, il ne semble pas au groupe de travail que cette pratique puisse être qualifiée de discriminatoire. Il apparaîtrait toutefois souhaitable, pour être totalement équitable, que la co-localisation ne soit pas réservée aux seuls membres mais puissent également être accessibles à des prestataires informatiques.

Ces questions entreraient dans la compétence du CESR/de l'ESMA soit en tant que telles, soit dès lors que l'ESMA se verrait confier le pouvoir d'élaborer des standards obligatoires (*binding standards*) de niveau III concernant notamment l'accès non-discriminatoire au marché.

III.4. LES STRUCTURES TARIFAIRES

Sur les questions de l'impact des structures tarifaires pratiquées par les plates-formes, du degré d'influence de ces structures tarifaires dans la décision de se connecter à une plate-forme particulière, de la nécessité et de la pertinence de la publication de ces tarifs et du rôle éventuel que les régulateurs peuvent jouer dans ce contexte, le groupe de travail a discuté les éléments suivants.

Les principales politiques tarifaires utilisées aujourd'hui sont celles appliquant:

- un tarif dégressif ;
- un tarif différencié selon la nature de l'ordre (compte propre ou compte de tiers) ;
- un « *inverted pricing* » ou « *maker/taker pricing* » (pratiqué par un certain nombre de plates-formes, notamment nouvellement créées, pour attirer de la liquidité): la plate-forme de négociation rémunère certains types d'ordres considérés comme apportant de la liquidité et facture les autres, ou bien ne rémunère aucun ordre mais les facture différemment selon que l'ordre apporte ou consomme de la liquidité.

Le groupe de travail a entrepris d'identifier les bénéfices/inconvénients des structures de tarification actuelles : les structures *maker/taker* peuvent conduire à des stratégies d'intervention consistant à optimiser les *fees* reçus face aux *fees* payés, quel que soit le niveau des cours, en risquant d'altérer la formation des prix. La question se pose de savoir si cela est un objectif légitime d'intervention sur les marchés, et s'il existe par ailleurs d'autres risques de détournement à ce type de tarification? Certaines pratiques posent en outre et plus fondamentalement la question de la concurrence et de la vente à perte.

Par ailleurs, le groupe considère que la structure de tarification est un élément clé de la décision de se connecter à une plate-forme, en lien avec le niveau de cette tarification, et que les structures de tarification devraient être rendues publiques, à tout le moins aux membres des marchés, par toutes les plates-formes de négociation.

Le groupe de travail conclut que les structures de tarification ne devraient pas introduire de discrimination entre les membres ni induire de biais dans les modes d'intervention sur le marché. Seules les situations où le membre du marché prend de véritables engagements vis-à-vis du marché (par exemple les apporteurs de liquidité) apparaissent en première analyse justifier un traitement tarifaire différencié.

Une analyse détaillée et une intervention réglementaire au niveau du CESR/de l'ESMA pour assurer davantage d'équité des structures tarifaires existant sur les différentes plates-formes de négociation, paraîtrait en ce sens légitime.

III.5. LES PAS DE COTATION

Le groupe de travail s'est interrogé sur les questions suivantes relatives aux pas de cotation et à leur évolution : l'impact de la réduction des pas de cotation sur la liquidité, les *spreads*, la profondeur et la volatilité des marchés d'actions européens ; les risques conséquents éventuels pour les marchés dérivés ; le besoin potentiel d'harmoniser les pas de cotation en Europe et le rôle des régulateurs en la matière.

Il existe une littérature assez importante sur la définition du pas de cotation optimal, avec des conclusions assez diverses. Le seul point de consensus est que, pour les valeurs les plus activement traitées qui ont un *spread* de l'ordre d'un pas de cotation, la réduction du pas de cotation conduit à une réduction du *spread* effectif.

Les arguments en défaveur de la réduction des pas de cotation mettent en avant la réduction de la profondeur du marché ou du moins une augmentation de la liquidité cachée avec de faibles pas de cotation, une moindre importance accordée à la priorité temps, partant un moindre intérêt à utiliser des ordres à cours limité et une fragmentation temporelle de la liquidité qui vient s'ajouter à sa fragmentation spatiale.

Il n'existe donc pas de méthode universelle pour déterminer un pas de cotation optimal. Les facteurs à prendre en compte sont, outre le cours du titre, sa liquidité et sa volatilité. Les pas de cotation devraient donc être révisés fréquemment¹⁶.

Pour autant, le groupe relève que les mois qui ont suivi la mise en œuvre de la directive MIF ont vu une course entre plates-formes de négociation (marchés réglementés et MTF) vers la réduction des pas de cotation (trois, quatre décimales) pour attirer une nouvelle liquidité et gagner des parts de marché, sans véritable réflexion sur le niveau qui pourrait être considéré comme approprié au regard des caractéristiques des titres traités, et ce jusqu'à la signature d'un accord sous l'égide de la FESE¹⁷ en juillet 2009. Cet accord a stabilisé les pas de cotation à trois décimales pour les valeurs les plus liquides. S'agissant d'un accord d'auto-régulation de la profession, les régulateurs n'ont aujourd'hui pas de rôle à jouer dans le respect de sa mise en œuvre.

Si la situation apparaît relativement stabilisée aujourd'hui, il semble néanmoins souhaitable au groupe de travail, au regard de l'expérience des mois précédents, que les régulateurs puissent intervenir en tant que de besoin pour éviter de nouvelles dérives (les principes seraient posés dans la directive de niveau I et les détails dans les *binding standards* de niveau III de l'ESMA).

Le groupe note cependant que dans le cadre d'une telle intervention se posera la question de la concurrence avec les transactions OTC, et particulièrement des internalisateurs systématiques et des *crossing networks*, et donc de l'extension de telles exigences à ces systèmes.

III.6. LES INDICATIONS D'INTERET

Sur les bénéfices et inconvénients des indications d'intérêt (IOI)¹⁸ et la question de savoir si la directive MIF devrait être amendée pour soumettre ces IOI à une certaine transparence pré-négociation, le groupe a exprimé les opinions suivantes.

Il convient de distinguer les IOI utilisés sur des plates-formes de transactions (marchés réglementés et MTF notamment *dark pools* comme Liquidnet, Posit) et les IOI que les intermédiaires peuvent afficher sur des systèmes de diffusion de données ou échanger avec un autre intermédiaire.

S'agissant du deuxième type, c'est-à-dire des manifestations d'intérêt affichées par les intermédiaires sur des systèmes de diffusion de données ou échangés avec un autre intermédiaire sans indication de prix/de quantité, il s'agit d'une pure manifestation d'intérêt non assimilable à ce stade à un ordre ferme. Ces manifestations d'intérêt ont toujours existé et ne soulèvent pas de problème particulier.

En revanche, dans le cas d'IOI émis sur des plates-formes de transactions, l'IOI est alors un message destiné à un ou plusieurs participants d'un système fonctionnant sans transparence pré-négociation pour exprimer l'existence d'un ordre ferme immédiatement exécutable (en ce sens, les IOI sont distincts des *flash orders* qui sont des ordres appelés à être « *pre-trade transparent* » mais qui sont communiqués par anticipation à quelques membres du marché sélectionnés). Ce ne

¹⁶ Source : Navigating Liquidity 3, CA Cheuvreux.

¹⁷ Federation of European Securities Exchanges.

¹⁸ *Indications Of Interest*.

sont donc plus des IOI au sens littéral du terme mais des ordres fermes puisque leur exécution est réalisée dès l'apparition d'un ordre de sens contraire. Ces IOI permettent de cumuler les avantages mis en avant par des systèmes *dark*, à savoir l'absence d'impact de marché et de fuite d'information (*information leakage*) avec l'optimisation des chances de rencontre de l'offre et de la demande. Pour le participant qui entre un ordre ferme dans un *dark pool*, l'envoi d'un IOI mentionnant l'existence de son ordre à un ou plusieurs participants attire l'attention sur son ordre et le rend de fait transparent à une ou quelques personnes sélectionnées. Le participant qui le reçoit a communiqué en amont au gérant de la plate-forme la liste des valeurs et la taille des transactions qu'il envisageait, mais sans avoir à entrer d'ordre ferme ce qui lui permet, dans l'attente d'un IOI, d'essayer d'exécuter tout ou partie de l'ordre ailleurs. Ce n'est que lorsqu'il recevra un IOI qu'il entrera alors à son tour un ordre ferme, générant ainsi une transaction. Ce double bénéfice - pas de fuite d'information et maximisation de l'opportunité de trouver une contrepartie - a pu conduire certains à considérer que ce type d'IOI contribuait au fonctionnement efficient du marché.

Au regard des règles de la directive MIF concernant d'une part les exigences d'un marché équitable (*fair market*) - exigence non applicable aux ATS aux Etats-Unis - et d'autre part la transparence pré-négociation, ces IOI soulèvent deux types de questions :

- est-il équitable que certains membres d'une plate-forme disposent d'une information que d'autres n'ont pas ?
- la directive MIF prévoit un principe général de transparence pré-négociation, avec des dérogations. L'information pré-négociation est soit disponible pour l'ensemble du marché, soit n'est disponible pour personne. Au regard de cette approche, les IOI deviendraient-ils pour autant légitimes s'ils étaient envoyés à l'ensemble des membres de la plate-forme, mais uniquement aux membres de cette plate-forme ?

Le groupe de travail considère que la révision de la directive MIF devrait être l'occasion de clarifier, comme l'a fait la SEC, que les « *actionable IOI* », c'est-à-dire les indications d'intérêt comportant tous les éléments leur permettant de donner lieu à une transaction, doivent être considérées comme des ordres et soumises en tant que telles aux règles de transparence pré-négociation de la directive, c'est-à-dire être soit accessibles soit inaccessibles pour tous.

Il n'apparaît pas acceptable pour le groupe que l'utilisation de ces IOI, qui tendent *in fine* à transformer les *dark pools* en plates-formes de négociation bilatérales, aboutisse à la création de marchés « gris ».

CONCLUSION

Le bilan mitigé de la mise en œuvre de la directive MIF, près de trois ans après son entrée en vigueur, appelle une réflexion approfondie sur l'évolution et l'organisation des marchés européens d'actions. La directive avait pour objectif essentiel l'ouverture de la concurrence entre plates-formes de négociation pour améliorer l'efficacité des marchés et faire baisser les coûts de transactions pour les investisseurs, tout en assurant une transparence satisfaisante des marchés. Un premier bilan de la directive doit certainement prendre en compte le fait que son entrée en vigueur a été concomitante avec l'apparition de la crise financière et la montée en puissance de développements technologiques nouveaux. On peut nonobstant observer sans conteste que la multiplication des plates-formes d'exécution d'ordres a eu pour premiers effets la fragmentation de la liquidité et une dégradation de la transparence pour les émetteurs et les investisseurs, sans pour autant que puisse être établie une réelle baisse des coûts pour les investisseurs finaux.

La révision de la directive MIF doit être l'occasion d'adopter une vision globale de ces questions, de mener une réflexion fondamentale sur les équilibres en présence et la manière dont la réglementation européenne doit être adaptée. Si l'ouverture de la concurrence dans le domaine de l'exécution des ordres n'est pas à remettre en cause, il est important de ne pas perdre de vue la raison d'être des marchés c'est-à-dire de concourir au financement de l'économie réelle et de permettre à l'épargne longue de s'investir en ayant confiance dans les mécanismes de marché. Les marchés européens doivent redevenir le lieu de rencontre entre l'émetteur et l'investisseur et entre investisseurs. Il est donc crucial de rétablir la confiance de ces derniers dans des marchés transparents et intègres. L'accès des PME au capital reste également une préoccupation, dans un contexte où la concurrence entre plates-formes de négociation se focalise sur les grandes capitalisations.

Dans cette perspective, il est notamment nécessaire de mieux encadrer les plates-formes opaques qui se sont développées à la faveur de la directive MIF, d'assurer les conditions d'une concurrence équitable entre plates-formes de négociation, et de traiter la question de l'activité OTC qui représente 40% des transactions faites en Europe aujourd'hui. Si l'OTC a toujours existé, il apparaît en effet important aujourd'hui d'encadrer ces pratiques de manière appropriée. La révision de la directive offre l'opportunité d'aborder ces questions et d'établir un cadre équitable et efficace pour l'exécution des transactions sur actions.

Il importe également que les autorités de concurrence européennes veillent au respect de conditions de concurrence tarifaire saines entre les différents lieux de négociation et, plus généralement, surveillent étroitement l'enjeu que représente pour le fonctionnement concurrentiel des marchés la présence prédominante d'un faible nombre d'acteurs de très grande taille.

Enfin, les évolutions des marchés nécessitent une capacité d'adaptation rapide : la nouvelle autorité européenne des marchés financiers, l'ESMA, doit être dotée de pouvoirs élargis pour pouvoir surveiller et encadrer ces évolutions. La révision de la directive MIF doit en ce sens poser un cadre suffisamment large pour s'en assurer et laisser à l'ESMA le pouvoir de traiter les développements ultérieurs des marchés financiers au travers de ses standards obligatoires.

ANNEXE : COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

Présidents

Jean-Pierre Pinatton, MEMBRE DU COLLEGE DE L'AMF

Olivier Poupart-Lafarge, MEMBRE DU COLLEGE DE L'AMF

Membres

Muriel d'Ambrosio (EXANE)

Roland Bellegarde (NYSE EURONEXT)

Bernard Descreux (LA BANQUE POSTALE AM)

Stéphane Giordano (SOCIETE GENERALE)

Pierre de Lauzun (FBF)

Ross Mc Innes (SAFRAN)

Christian Nesi (BANQUE DE FRANCE)

Colette Neuville (ADAM)

Stéphane Pallez (FRANCE TELECOM)

Charles Paris de Bollardière (STERIA)

Bertrand Patillet (CA CHEUVREUX SA)

Guillaume Prache (EUROINVESTORS/ EUROSHAREHOLDERS)

Yannick Tatibouet (COVEA FINANCE)

Thibaud de Vitry (AXA IM)

Marie-Sophie Wolkenstein (TOTAL)

Commissaire au gouvernement

Thomas Lambert, MINISTERE DE L'ECONOMIE, DE L'INDUSTRIE ET DE L'EMPLOI

Rapporteur

Isabelle Massonnat, AMF