



FEDERATION
BANCAIRE
FRANCAISE

13 janvier 2010

REVISION A VENIR DE LA DIRECTIVE MIF ARCHITECTURE DES MARCHES FINANCIERS

POSITION FBF

COMMENTAIRES GENERAUX

1. La réforme de la directive MIF doit se concentrer sur les aspects architecture des marchés

Pour les banques françaises, la réforme de la directive MIF dans sa dimension de régulation des marchés est un enjeu législatif européen majeur pour les mois à venir.

Cette directive était la pierre angulaire du premier Plan d'action sur les services financiers dans la mesure où elle avait pour objectif de traiter l'ensemble de l'intermédiation financière, depuis le fonctionnement des marchés jusqu'à la distribution par les réseaux.

La réforme de ce texte doit être pour les marchés européens non seulement le résultat de l'expérience de deux ans d'application, ce qui constitue une période d'observation brève mais également et surtout une réponse européenne aux problèmes soulevés par la crise. Cette réponse doit tenir compte des accords intervenus au niveau international, sous l'égide du G20, et des mesures prises notamment aux Etats-Unis, aux fins d'éviter les distorsions de concurrence entre les places financières.

Elle concerne la structure et le fonctionnement des marchés mais également des systèmes post-marché (lorsque cela est pertinent, centralisation de données, contreparties centrales de compensation, systèmes de règlement-livraison). Elle doit être la référence de ce qui constitue un marché organisé et efficient, avec notamment une infrastructure de compensation permettant de prévenir les risques systémiques.

Une telle architecture pourra justifier un traitement prudentiel favorable des activités de marché qui l'utilisent, les normes prudentielles appliquées aux banques étant devenues centrales avec la crise.

Dans ce cadre, les banques de financement et d'investissement (BFI) françaises ont beaucoup à gagner à la construction d'une architecture de ce type pour les instruments pour lesquels c'est pertinent, au regard des caractéristiques de leur portefeuille de négociation. Cela correspond dès lors à leur appréhension du risque, à leur taille sur les marchés et à leur modèle de distribution des instruments financiers (simplicité des instruments). Ceci permet enfin de valoriser leurs activités où elles ont des positions fortes (dérivés dont les dérivés actions) pour lesquelles elles ont besoin d'une grande liquidité du marché du sous-jacent.

Les exigences de fonds propres telles qu'elles seront définies dans la nouvelle CRD et l'appréhension des risques systémiques devront en outre tenir compte de la réduction des risques de marchés, donc de l'utilisation de chambres de compensation.

En revanche, pour ce qui concerne les aspects de la directive visant la distribution et les règles de protection des investisseurs, la crise et à sa suite la nette diminution en France du nombre d'intervenants particuliers sur les marchés boursiers rendent difficile l'évaluation de l'efficacité d'un dispositif qui a été au demeurant très lourd et coûteux à mettre en place. Sur ces aspects **le besoin de réforme ne se fait pas sentir. Seule la question de la segmentation de la clientèle suscite de réelles difficultés aujourd'hui** : le paradoxe veut que des investisseurs grandes entreprises d'un côté souhaitent être traités comme particuliers, et d'un autre côté refusent systématiquement le formalisme (questionnaires clients) qu'induit ce choix.

2. La réforme doit traiter des marchés actions, des marchés obligataires et des marchés de dérivés, mais avec des approches différenciées

Dans la perspective de régulation des marchés, il est essentiel de distinguer :

- d'une part, les éléments de réforme appliqués 1^{er} novembre 2007 de la directive et sur lesquels sont d'ores et déjà constatés des effets inattendus et négatifs sur le fonctionnement des marchés actions (fragmentation, opacité, volatilité) ;

Et

- d'autre part, les axes de réforme consécutifs à des problématiques de marché elles-mêmes induites par la crise financière mais non liées à l'entrée en vigueur de la Directive MIF, ce qui concerne les marchés obligataires et les marchés de produits dérivés.

• Une réforme des marchés d'actions visant à corriger les asymétries de conditions d'exercice de la concurrence

La directive MIF a en effet pris pour socle une analyse des marchés actions et de leur fonctionnement autour du monopole dont bénéficiait en droit ou en fait les bourses, étant rappelé que les Etats avaient, sous l'empire de la DSI du 10 mai 1993, la faculté d'imposer une obligation de concentration des ordres sur le marché réglementé jusqu'à l'entrée en vigueur de la MIF.

L'objectif était d'arriver à « *une infrastructure de négociation efficace, transparente et intégrée* ».

Dans cette perspective, la philosophie de la Directive MIF était fondée sur un raisonnement en trois points :

- le monopole des bourses (lorsqu'il subsistait) ne permettait pas aux investisseurs de bénéficier de la diminution des coûts de transactions induits par l'informatisation des marchés opérée durant les années 90 ;
- la mise en concurrence des bourses avec d'autres opérateurs de marché allait induire une répercussion de la baisse des coûts de transactions sur les coûts d'intermédiation supportés par les investisseurs ;
- compte tenu de l'ouverture à la concurrence entre divers opérateurs de marché, il était nécessaire de renforcer les règles préexistantes de protection des investisseurs préalablement à l'exécution des ordres et d'exécution elle-même (mise en place d'une obligation de « *best execution* »).

Les banques françaises ont défendu durant tous les travaux préparatoires de la directive MIF des règles de transparence pré et post-marché, seules susceptibles d'éviter les asymétries d'information entre intermédiaires et investisseurs. Les distorsions de concurrence, réelles ou supposées, l'impact de la fragmentation sur le processus de découverte des prix et, à un degré moindre, les dérogations admises par la directive ont été la source de la plupart des critiques formelles depuis.

Aujourd'hui, sans remettre en cause la mise en concurrence des marchés réglementés par d'autres opérateurs, les banques françaises estiment nécessaires de mettre en œuvre une réforme qui prévienne les asymétries d'information et de conditions de concurrence qui sont apparues depuis l'entrée en vigueur du texte. En effet, sur les marchés actions, c'est la directive elle-même qui a engendré des asymétries, et non la crise qui, si elle a considérablement accru leur volatilité, n'a pas porté atteinte à leur efficacité en termes de liquidité ou de résilience.

- **Une réforme calibrée et spécifique pour les marchés obligataires et de dérivés**

Pour le volet des marchés, la Directive MIF était principalement axée sur le fonctionnement des marchés actions même si certaines dispositions concernaient le marché obligataire ou celui des instruments financiers à terme.

Ces marchés sont essentiellement des marchés de professionnels et ne concernent que de manière très marginale la clientèle de détail, à la différence des marchés actions. Si certains dysfonctionnements ont pu être constatés, ils sont liés à la crise et non à la mise en œuvre de la MIF.

Sur les marchés obligataires, compte tenu de leur nature spécifique (marchés essentiellement *buy and hold*), la liquidité du marché secondaire n'a jamais été élevée, surtout pour les émissions *corporate*. La crise a aggravé sur ce point une situation qui préexistait. En revanche, les émissions primaires obligataires corporates ont connu en 2009 un niveau très élevé.

Sur les marchés dérivés, la problématique est venue des dérivés de crédit, dont le marché entièrement de gré à gré (OTC) comportait de graves défauts, conduisant en outre à une concentration des risques systémiques. La crise a mis en lumière la nécessité de renforcer la transparence, la standardisation et la compensation centralisée.

Les dysfonctionnements constatés de ces marchés sont ainsi fort différents des asymétries constatées sur les marchés actions et méritent des réponses également différentes.

3. Des propositions de réforme pragmatiques et pouvant rapidement être mises en œuvre

L'efficacité de la réforme de la directive MIF tiendra à son pragmatisme et la rapidité relative de la mise en œuvre.

Marchés actions :

- ***Extension de la transparence pré-négociation à tous les ordres, quelle que soit la plateforme de négociation (y compris les dark pools) autres que les blocs dépassant un seuil à définir ;***
- ***Sur le trading haute fréquence : pas de position systématiquement favorable à une réduction des pas de cotation mais accord sur l'idée d'une réflexion et d'une éventuelle harmonisation au niveau européen ;***
- ***Généralisation de la transparence post-négociation sur la base d'une infrastructure commune, pouvant servir de référence à la fois pour les données publiques et pour le régulateur ;***

Marchés obligataires :

- ***Transparence post-négociation calibrée et centralisée ;***
- ***Incitation d'une initiative de l'industrie pour mettre en place des dispositifs d'amélioration de la liquidité des marchés secondaires.***

Marchés de dérivés (priorité donnée aux dérivés de crédit) :

- ***l'incitation prudentielle à l'harmonisation des contrats et la compensation centralisée à travers un traitement préférentiel en capital des dérivés compensés sur des CCPs (plutôt que la mise en place d'un traitement punitif des dérivés compensés de manière bilatérale) ;***
- ***la mise en place de contreparties centrales de compensation supervisées par la banque centrale émettrice de la monnaie dans laquelle les dérivés sont libellés.***

Les banques françaises entendent articuler leurs propositions autour des principes suivants :

- **Marchés actions**

Sur les marchés actions, les priorités sont d'accroître la transparence pré et post-négociation sauf pour les transactions de blocs ; une analyse est nécessaire pour définir les seuils de définition des blocs.

Les banques françaises soutiennent les positions suivantes :

- ***l'extension de la transparence pré-négociation à tous les ordres autres que les blocs***, quelle que soit la plateforme sur lesquels ils sont exécutés, qui à l'avantage de concourir à l'égalité d'information entre tous les investisseurs mais pourrait altérer les conditions d'exécution des ordres institutionnels en ouvrant le marché aux arbitragistes ;
- ***le renforcement du contrôle ex-post pour toutes les plateformes de négociation (y compris les dark pools) ;***
- ***sur l'utilisation du trading haute fréquence : pas de position systématiquement favorable à une réduction des pas de cotation mais accord sur l'idée d'une réflexion et d'une éventuelle harmonisation au niveau européen***
- ***la généralisation de la transparence post-négociation sur la base d'une infrastructure commune, pouvant servir de référence à la fois pour les données publiques et pour le régulateur, se traduisant par :***
 - o une clarification et une harmonisation des règles de reporting ;
 - o la création d'une entité au niveau européen chargé de consolider les données d'exécution en temps réel. Cet organisme central unique serait en outre chargé de mettre à disposition ces données, de collecter les revenus associés, et de définir une méthode de redistribution aux infrastructures prenant en compte les volumes et la qualité de l'information collectée.
- ***la solution américaine de re-routage des ordres n'est pas souhaitable au niveau européen***

En effet, la mise en œuvre d'un système de consolidation de la transparence pré-transaction accompagné d'un re-routage obligatoire des ordres vers le marché offrant le meilleur prix n'est pas souhaitable : un mécanisme d'European Best Bid Offer (EBBO), inspiré du mode de fonctionnement de RegNMS, ne paraît pas porter des bénéfices clairs. Contraignant en terme d'investissements pour tous les acteurs, il relève significativement les barrières à l'entrée, à la fois pour les marchés et pour les intermédiaires (*via* les investissements nécessaires dans les SOR). Par ailleurs, en l'absence de régulation homogène du post marché, cela peut conduire à compenser des transactions sur des chambres présentant des garanties faibles.

En revanche, un EBBO indicatif pourrait éventuellement servir d'étalon pour une meilleure exécution, mais uniquement s'il s'accompagne d'un aménagement des mécanismes de meilleure exécution permettant une latitude (à fixer) vis-à-vis du meilleur prix.

- **Marchés obligataires**

Pour les marchés obligataires, il s'agit de renforcer leur transparence post-négociation et d'améliorer les conditions de la liquidité du marché secondaire. Compte tenu de la nature de ces marchés, il convient ici de distinguer la transparence (qui pourrait être organisée par le législateur européen) de la liquidité (qui est quant à elle d'abord fonction des initiatives de l'industrie et ne relève pas directement du champ de la révision de la MIF).

Deux axes de réforme sont en conséquence proposés :

- **Une transparence post-négociation calibrée** (définition du montant de transaction au-delà duquel elle ne s'applique pas, définition du délai de déclaration post-transaction, et calibrage au regard des obligations concernées – *govies* ou *corporate* -) **et centralisée** ;
- **L'incitation d'une initiative de l'industrie pour mettre en place des dispositifs d'amélioration de la liquidité des marchés secondaires** (centralisation des offres, confrontation des intérêts acheteurs et vendeurs). Au niveau français, plusieurs initiatives sont en cours de discussion.

- **Marchés de dérivés**

Pour les marchés de produits dérivés, il s'agit de définir une architecture suffisamment centralisée pour les marchés européens de produits dérivés (standardisation, compensation, information) qui permettra aux BFI européennes de prévenir les risques systémiques de marchés.

Dans ce but, il convient de promouvoir la création d'une ou de chambres de compensation pour la zone euro sur les dérivés et de mettre en place des standards de gouvernance des chambres de compensation qui reflètent leur caractère de « *utility* » et favorisent une concentration transversale. La démarche doit être incitative et non obligatoire.

La poursuite des efforts de standardisation, l'incitation prudentielle à l'extension de la compensation et la définition des règles de dénouement sont ici au centre des débats, qui seront traités dans le cadre des directives sur les exigences en capital sur les infrastructures de marché.

La priorité doit aller aux marchés de dérivés de crédit, pour lesquelles les banques françaises proposent 2 axes de réforme :

- **l'incitation prudentielle à l'harmonisation des contrats et la compensation centralisée à travers un traitement préférentiel en capital des dérivés compensés sur des CCP (plutôt que la mise en place d'un traitement punitif des dérivés compensés de manière bilatérale) ;**
- **la mise en place de contreparties centrales de compensation supervisées par la banque centrale émettrice de la monnaie dans laquelle les dérivés sont libellés.**

ANALYSE DETAILLEE

1. Commentaires généraux sur l'impact positif ou négatif de la directive MIF

Comme indiqué en préambule, l'évaluation du dispositif découlant de la directive MIF est nécessairement cantonnée aux marchés actions.

Compte tenu de sa philosophie générale de mise en concurrence des marchés, la directive faisait porter quatre risques sur le fonctionnement des marchés actions :

- Appliquée à un marché non extensible à l'infini, elle faisait porter le risque d'une fragmentation et par voie de conséquence d'une déperdition de la liquidité ;
- Appuyée sur la mise en œuvre d'infrastructures technologiques coûteuses et de systèmes de compensation et de règlement-livraison non nécessairement harmonisés, elle faisait porter le risque d'une forte hausse des coûts indirects de transactions pour les intermédiaires. Elle favorisait la création par les grandes banques d'investissement de systèmes de négociation dédiés qui, d'une certaine manière, ressemblent au système ancien des « jobbers » de Londres ;
- Fondée sur le paradigme de l'interopérabilité, elle faisait porter le risque d'échec de l'unification des systèmes ;
- Les régulateurs au niveau européen n'ont jamais voulu prendre en charge des initiatives de centralisation des données

Au moins tendanciuellement, ces quatre risques se sont réalisés et les émetteurs certains investisseurs portent des jugements très critiques sur la MIF

Cela étant précisé, au titre des éléments positifs de mise en œuvre de la MIF, il convient de relever une baisse des frais directs unitaires de transaction¹ (frais de *trading*) et l'émergence de nouvelles offres de services, permettant de satisfaire au mieux les attentes des investisseurs. De même, la directive a également créé les conditions d'une harmonisation des conditions d'exercice des activités d'intermédiation en Europe, même imparfaite.

Du point de vue des règles protectrices des investisseurs, la principale remarque tient à la complexité de mise en œuvre de certains principes :

- complexité opérationnelle de la nouvelle segmentation de clientèle et non-harmonisation des définitions des investisseurs dans les différentes directives : investisseurs qualifiés (prospectus), clients professionnels (MIF) ;
- interrogations non résolues sur l'application des règles de conduite applicables aux activités réalisées de façon transfrontières par les succursales ;
- effets négatifs du dispositif de transparence des rétrocessions (« *inducements* ») dans le cadre de la relation avec la clientèle institutionnelle, dans la mesure où les banques françaises sont en concurrence avec des acteurs américains ou asiatiques non soumis au dispositif.

¹ Contrebalancé par la multiplication du nombre de transactions nécessaires pour exécuter une même quantité de titres, qui se traduit *in fine* par une augmentation des frais réellement engagés.

2. Analyse de l'impact de la MIF sur l'efficacité des marchés actions

3 aspects méritent un développement :

- *La concurrence entre les plateformes « Lit » (marchés réglementés, MTFs),*
- *La concurrence entre marchés « Lit » et marchés opaques (crossing networks et dark pools)*
- *Les conditions de concurrence entre intermédiaires*

Les banques françaises considèrent :

- *sur le trading haute fréquence, compte tenu du rôle pris par les arbitragistes, une réflexion pourrait être utilement menée sur l'opportunité d'harmonisation européenne des pas de cotation.*
- *les plateformes opaques (crossing networks, dark pools) peuvent améliorer les conditions d'exécution mais créent potentiellement des distorsions de concurrence. En conséquence, à l'exception des transactions de blocs (à définir), tous les ordres passant sur ces plateformes doivent être soumis à la transparence pré-négociation*
- *les abus possibles liés au flash orders doivent être corrigés*

2.1. La concurrence entre les plateformes « Lit » (marchés réglementés, MTFs)

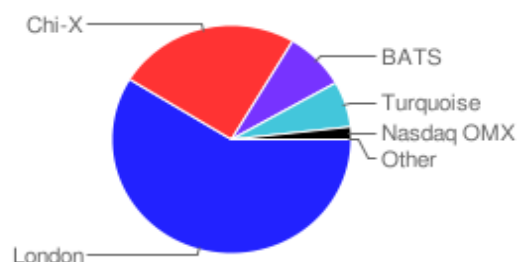
La Directive MIF appelait la mise en place de deux formes de systèmes de concurrence aux marchés réglementés : les MTF (*multilateral trading facilities*) et l'internalisation systématique.

Deux constats doivent être dressés :

- **l'internalisation systématique n'est utilisée que marginalement ;**
- **les MTFs ont désormais des parts de marché significatives quoique minoritaires.**

Le principal effet de la Directive a en effet été l'émergence de quelques **Multilateral Trading Facilities**, dont les 4 plus importantes représentent aujourd'hui entre le quart et le tiers des transactions effectuées sur les traditionnels marchés réglementés, comme le montre le graphique ci-dessous.

Part de marché des MTFs sur les 3 principaux indices européens (FTSE 250, CAC 40, DAX 30), 1ère semaine de novembre 2009



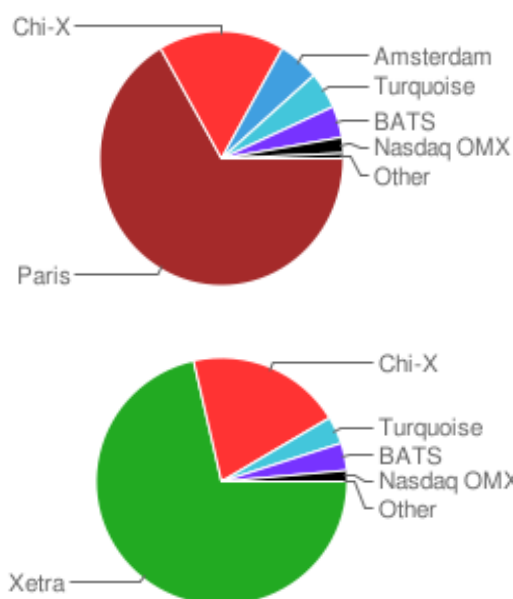


TABLEAU 1
INFORMATIONS POST NEGOCIATION SUR L'EUROSTOXX 600
 (September 2009 en €)

EXCHANGE VENUE	TURNOVER	% SHARE	EXCHANGE VENUE	TURNOVER	% SHARE
Markit BOAT - OTC	240 046 471 210	21,19%	SWX	1 110 175 879	0,10%
LSE Group	206 432 619 778	18,22%	Burgundy	1 106 039 272	0,10%
Euronext	130 665 950 443	11,53%	CHI-X - OTC	1 082 204 794	0,10%
Euronext - OTC	117 692 420 465	10,39%	POSIT	785 205 788	0,07%
CHI-X	81 451 906 995	7,19%	TLX	763 473 123	0,07%
Deutsche Boerse	80 870 907 644	7,14%	Stuttgart	547 017 684	0,05%
Spanish Exchanges	57 464 149 294	5,07%	NYFIX	503 653 009	0,04%
Nasdaq OMX Nordic	44 547 818 641	3,93%	Vienna - OTC	241 599 233	0,02%
SWX Europe	40 592 531 883	3,58%	Prague	182 997 307	0,02%
LSE Group - OTC	27 545 165 521	2,43%	SWX - OTC	157 320 244	0,01%
Turquoise	25 541 950 944	2,25%	Munich	83 899 838	0,01%
BATS Europe	21 579 818 126	1,90%	Hamburg	83 617 321	0,01%
Deutsche Boerse - OTC	15 387 528 817	1,36%	NYSE Arca Europe	64 613 303	0,01%
Oslo	11 910 793 160	1,05%	Duesseldorf	61 161 066	0,01%
Nasdaq OMX Europe	4 274 745 183	0,38%	Warsaw	34 529 238	0,00%
Athens	4 014 094 509	0,35%	Berlin	22 812 275	0,00%
Irish SE	3 739 772 775	0,33%	Oslo - OTC	20 997 558	0,00%
Vienna	2 693 309 303	0,24%	Hannover	16 142 937	0,00%
Liquidnet	2 244 313 778	0,20%	Bucharest	4 716 741	0,00%
Nasdaq OMX Nordic - OTC	2 018 740 363	0,18%	Luxembourg	3 939 734	0,00%
Plus Markets	1 990 198 214	0,18%	Reuters - OTC	699 279	0,00%
SWX Europe - OTC	1 680 310 799	0,15%	Equiduct	439 024	0,00%
Stuttgart - OTC	1 673 306 757	0,15%			
Source : Thomson Reuters			Total	1 132 936 079 249	100,00%

Dans la mesure où les MTFs sont soumis aux mêmes obligations de transparence pre-trade que les marchés règlementés, leur émergence n'a pas, *per se*, significativement impacté le mécanisme de formation du prix.

En revanche, les moyens utilisés par les MTFs et les marchés règlementés dans leur compétition ont profondément modifié la structure des carnets et, partant, affecté le mécanisme de formation des prix. En particulier :

- **la forte diminution des pas de cotation** (c'est-à-dire l'écart minimum de cotation entre deux cours consécutifs) a contribué à réduire la fourchette *bid/ask*. Les quantités disponibles à la meilleure limite sont plus faibles mais cela n'a pas contribué à diminuer la qualité d'exécution ; elle a également facilité l'arbitrage des ordres placés (l'introduction d'un ordre mieux disant ne coûtant que le pas de cotation réduit). Il n'est pas démontré que la fragmentation ait eu un effet négatif sur la formation, du prix, une étude du CFA montrant même sur les *spreads* ont diminué.;
- **l'introduction de modèles de tarification différenciés entre apporteurs et preneurs de liquidité** (modèles dits « *takers - makers* »), ainsi que la diminution de la latence (c'est à dire le temps d'information pour accéder aux données de marché, qui se calcule aujourd'hui en millisecondes, et placer un ordre), *via* notamment les **modèles de « co-location »** (consistant pour les membres de marché à placer des outils d'accès au plus près du carnet d'ordres) ont attiré des flux d'arbitragistes statistiques.

Compte tenu du rôle ainsi pris par les arbitragistes, qui agissent pour compte propre, une réflexion pourrait être utilement menée sur l'opportunité d'harmonisation européenne des pas de cotation.

2.2 La concurrence entre marchés « Lit » et marchés opaques (*crossing networks* et *dark pools*)

Le constat est que les plateformes opaques (*crossing networks, dark pools*) peuvent améliorer les conditions d'exécution mais créent potentiellement des distorsions de concurrence.

Durant le processus d'électronification des marchés, les ordres de petites tailles, participant à la formation du prix, ont rapidement migré vers les carnets d'ordres. Les ordres de plus grande taille, eux, n'ont pu être servis avec la même efficacité. Les *dark pools* et *crossing network* sont des innovations comblant cette lacune dans les mécanismes d'appariement, et doivent être encouragés.

En revanche, deux évolutions récentes sont inquiétantes :

- le basculement d'un système d'échanges de blocs vers des petits ordres (représentant d'ores et déjà 70%¹ des volumes « *dark* » aux USA) ;
- la capture de cette liquidité par des réseaux ou opérateurs privés, qui opèrent de façon opaque, que ce soit sur les conditions d'accès, les tarifs ou bien le reporting des transactions.

Ce phénomène peut donc préjudicier à la fois au mécanisme de formation des prix, car ces petits ordres sont typiquement ceux participant à la dynamique des marchés ouverts, et à un accès équitable à la liquidité pour tous les acteurs, notamment les plus petits.

En conséquence, les banques françaises estiment qu'à l'exception des transactions de blocs (à définir), tous les ordres passant dans les *dark pools* soient soumis à la transparence pré-négociation

CROSSING NETWORKS

Les **crossing networks** créés par les intermédiaires n'ont atteint (et ne peuvent structurellement dépasser²) une part de marché marginale (moins de 5 %) et n'ont de ce fait pas d'impact matériel sur le mécanisme de formation du prix. Ces systèmes offrent en outre des solutions innovantes et très appréciées des investisseurs institutionnels, en ce qu'ils permettent une exécution "à la moyenne des fourchettes" constatées sur les marchés réglementés, tout en limitant l'exposition des ordres aux mécanismes d'arbitrage à l'œuvre sur les marchés réglementés ou les MTFs (cf. supra), comme sur les dark pools.

Soulignons à cet égard que les crossing networks participent du traitement discrétionnaire des ordres clients par les brokers, qui correspond à un service bien différent de celui rendu par les marchés et les MTFs (appariement non discrétionnaire des ordres des membres). Aussi l'absence de transparence pre-trade pour les crossing networks n'est que le reflet de cette différence fondamentale. La recherche d'intérêts inverses permettant de réaliser des transactions hors carnet a en effet toujours constitué un rôle majeur des brokers, et une part essentielle de la valeur ajoutée attendue d'eux par les investisseurs.

DARK POOLS

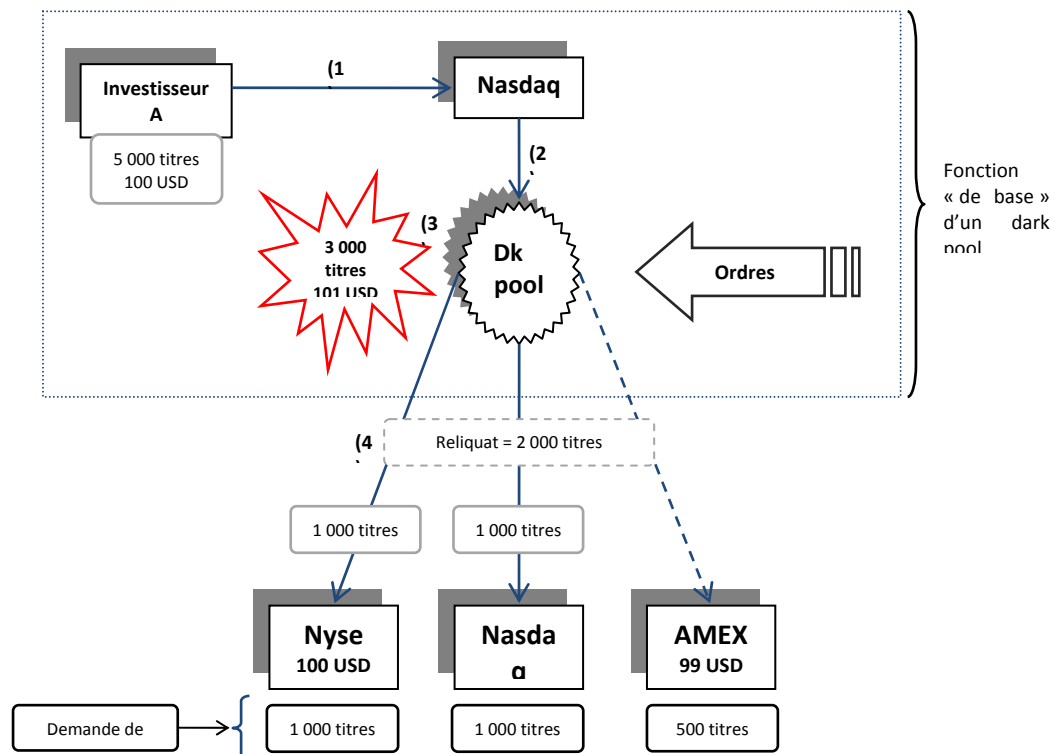
Les **dark pools** sont des plateformes de négociation d'actions alternatives aux marchés réglementés qui permettent aux investisseurs de passer des ordres de grande taille de manière anonyme et sans transparence pré-négociation, avec peu d'impact sur les prix des marchés réglementés. Ils sont généralement détenus par des grandes banques d'investissement ou des bourses.

Le passage d'un ordre sur un dark pool

- Passer un ordre de grande taille peut comporter des inconvénients pour l'investisseur (impact du marché et phénomène d'imitation). Recourir à un dark pool permet de contourner ce problème car ni le carnet d'ordre ni l'identité des investisseurs ne sont accessibles.
- Dans la mesure où les caractéristiques des ordres ne sont pas dévoilées (les prix ne sont affichés qu'à la fin de la transaction), les dark pools permettent aux investisseurs institutionnels de passer leurs ordres en évitant d'impacter le prix des marchés réglementés. En effet, ils échappent aux obligations de transparence pré-négociation qui imposent aux marchés réglementés et à la plupart des SMN de fournir les prix à l'achat et à la vente, de manière continue, tout au long des heures normales de négociation.
- Exemple : plutôt que de négocier sur un marché réglementé, l'investisseur A souhaite profiter de la liquidité offerte par un dark pool. L'ordre de A (5000 titres à la vente pour 100 USD) est traité de la manière suivante (cf. illustration infra) :
 - (1) Pour transmettre son ordre à un dark pool, l'intervenant doit passer par un marché centralisé ou un broker-dealer. Il peut s'adresser par exemple au Nasdaq, qui possède un dark pool ;
 - (2) Le Nasdaq transmet l'ordre à son dark pool ;
 - (3) Le dark pool apparie cet ordre de manière automatique avec des ordres achats présents dans le dark pool³. Une fois l'ordre exécuté, il s'avère que le dark pool a pu écouler 3 000 titres sur 5 000 à 101 USD le titre.
 - (4) Les dark pools peuvent ensuite écouler automatiquement le reliquat de titres (2 000) sur les

² Puisqu'ils ne sont accessibles qu'aux ordres du broker considéré.

marchés réglementés pour épuiser totalement l'ordre. Ici, la demande de titres présente sur le Nyse (1 000 titres à 100 USD) et le Nasdaq (idem) permet à l'ordre d'être totalement exécuté au prix demandé par A. L'offre à 99 USD proposé par l'AMEX n'est pas retenue.



L'activité des dark pools s'est fortement développée ces dernières années

Suite à la création du dark pool Liquidnet, en 2001, le nombre de dark pools n'a cessé d'augmenter :

- Les bourses traditionnelles traitant de plus en plus d'ordre de petite taille⁴, les dark pools sont devenus des supports privilégiés pour traiter les transactions de bloc.
- Les dark pools créés ont rogné les parts de marché des grandes bourses⁵. Ces dernières ont à leur tour lancé leurs propres dark pools en réaction.

- **Aux Etats-Unis, plus de 40 dark pools sont actifs et leur activité est estimée à 9% des actions négociées.**

³ Cet appariement se fait généralement sur la base d'un prix importé du marché de référence.

⁴ Du fait du recours au trading informatisé, par algorithmes : les systèmes informatiques découpent les ordres en plusieurs ordres de plus petite taille et les affectent sur différentes plateformes de manière à disposer des meilleures conditions d'exécution.

⁵ En Avril 2001, au moment du lancement de Liquidnet, un des plus importants dark pools bancaires (comprenant J.P. Morgan), les transactions de blocs de 10 000 actions ou plus représentaient 60% de l'activité du Nyse. Fin 2007, ces transactions ne comptaient plus que pour 18% des ordres du Nyse.

⁶ En plus des dark pools cités dans la note de bas de page 6, les MTF européennes suivantes possèdent leur propre dark pool : Chi-X, Turquoise, Nasdaq OMX Europe, BATS Europe. POSIT est un « pure » dark pool européen.

- **En Europe :**

- Jusqu'à la mise en application de la MIF, la règle de concentration des ordres, stipulée dans la directive sur les services d'investissement (DSI 93/22/CEE) limitait de facto la concurrence sur le segment de la négociation de titres. Cette règle impliquait que toutes les transactions soient effectuées sur un marché réglementé européen (en pratique le plus souvent celui du pays concerné), même s'il existait déjà des solutions pour traiter en dehors du carnet d'ordres) ;
- La directive MIF a modifié cette situation en supprimant la règle de concentration des ordres et en mettant en concurrence des marchés réglementés avec d'autres canaux de négociation.
- Ainsi, une dizaine de dark pools ont déjà été créés en Europe⁶ ;

Evolution de l'activité des dark pools aux Etats-Unis et en Europe



- Sur les 30 milliards d'euros d'actions traités quotidiennement en Europe, 7 à 10 milliards d'euros seraient disponibles via des dark pools.

- Au total, les dark pools captureraient environ 1/10^{ème} de la liquidité mondiale des actions (source : TABB Group).

Les dark pools améliorent la liquidité et l'efficacité du marché

- Pour certains utilisateurs, l'utilisation des dark pools répondrait au principe de best execution, qui consiste pour un intermédiaire à prendre toutes les mesures raisonnables pour fournir au client le meilleur résultat possible lors de l'exécution des ordres :
 - Les dark pools permettent de passer des ordres massifs avec un coût généralement inférieur à celui imposé par une bourse traditionnelle ;
 - La possibilité d'un routage des ordres vers les dark pools améliore la liquidité et l'efficacité du marché tout en ayant un impact minimal sur les prix.

Mais l'opacité et le manque de contrôle de leurs activités engendrent des risques

- Pour les investisseurs, la multiplication des dark pools pourrait conduire à une augmentation de la fragmentation, détruisant l'intérêt de ces plateformes.
- Pour les régulateurs, les dark pools posent plusieurs problèmes car ils peuvent potentiellement porter atteinte à la protection des investisseurs et à l'intégrité du marché :
 - Ils échappent aux règles de transparence pré-négociation ;
 - Ils perturbent le processus normal de formation des prix à cause de leur opacité ;
 - Les acteurs ayant accès aux dark pools bénéficient d'un avantage par rapport au reste du marché, ce qui crée un système à deux vitesses. Ainsi, l'argument selon lequel les dark pools favorisent la satisfaction des obligations de meilleure exécution, dans la mesure où l'ordre du client ne subit pas d'impact de marché, revient en réalité à privilégier l'intérêt de quelques clients au détriment de l'efficacité globale du marché.

2.3. Les conditions de concurrence entre intermédiaires

▪ Une concurrence qui facilite l'intervention des arbitragistes ...

La concurrence suppose des règles équivalentes entre les acteurs de cette concurrence. La question des coûts indirects liés à la multiplication des plateformes favorise une concentration des intermédiaires qui doivent atteindre une surface financière suffisante pour faire face à ces coûts : il s'agit là d'un jeu normal de la concurrence.

La concurrence entre les différentes plateformes a induit une déstructuration du marché, qui s'est traduit par une guerre des *ticks* (changements minimum des cours, à la hausse ou à la baisse) et l'émergence d'une nouvelle catégorie d'entrants favorisés par la tarification mise en place par les marchés réglementés.

Le moyen le plus évident à la disposition des MTF pour attirer des flux au début de leur activité était d'offrir des *ticks* plus faibles que ceux des marchés primaires. Cela permettait aux arbitragistes de se positionner à l'intérieur du *spread* pour essayer de capturer une partie de celui-ci.

Le développement des SOR (*Smart OrderRouters*) et la popularisation de ceux-ci garantissait ainsi que l'arbitragiste placé marginalement à l'intérieur de la fourchette allait être exécuté systématiquement dès lors qu'un ordre agressif était envoyé *via* un SOR.

Une des limitations réduisant la marge de manœuvre des bourses primaires était aussi liée à l'incapacité de certains grands réseaux de traiter des ordres au-delà de la deuxième décimale. Il aura fallu quasiment deux ans pour que la guerre cesse et que les intervenants se mettent d'accord sur une table commune. Entre temps, le *tick* moyen a vu sa taille divisée par dix et les volumes présents sur les fourchettes se sont considérablement réduits du fait de cette division.

... et rémunère l'apport de liquidité

Un autre moyen à la disposition des MTF pour attirer des flux a consisté à attirer des « teneurs de marché » par le biais de tarifs différenciés makers / takers, car ils sont un des vecteurs principaux permettant de faire transiter des ordres d'un marché à l'autre et ainsi générer des transactions par l'apport de liquidité.

L'ensemble des tarifications mises en place a donc été structuré pour favoriser les volumes et la liquidité. Ainsi les insertions et modifications d'ordre, qui étaient facturées à l'origine, sont devenues gratuites. Les MTF ont tous utilisé le même modèle "*maker/taker*", dans lequel l'ordre passif, fournisseur de liquidité, (qui se place dans le marché sans être exécuté immédiatement) est rémunéré et l'ordre agressif, preneur de liquidité, (qui traverse la fourchette pour une exécution immédiate) facturé.

Certains marchés réglementés sont même allés jusqu'à mettre en place un tarif différencié dans lequel les ordres pour compte propre ont un tarif préférentiel par rapport aux ordres pour compte de client. Des accords ont aussi été passés avec des apporteurs de liquidité pour essayer d'offrir en permanence des titres sur les niveaux de fourchette offerts par les autres marchés. Cette politique, menée à l'origine par les MTF, qui s'appuyaient en l'occurrence sur leur modèle *maker/taker*, s'est propagée aux marchés primaires pour défendre leur position concurrentielle.

Les modèles de tarification différenciés ainsi pratiqués ont attiré des flux d'arbitragistes attirés par la rétribution de la prise de risque et de la fourniture de liquidité qui résulte de

l'ordre passif, participant de facto au fonctionnement fluide des marchés et à l'accroissement de leur poids concurrentiel.

▪ L'augmentation des coûts indirects ...

Les intermédiaires n'ont pas bénéficié de la baisse des frais de *trading* dans la mesure où les coûts indirects ont largement augmenté et qu'ils les ont assumés pour ne pas les répercuter sur les investisseurs⁷. Pour les intermédiaires, de très importants investissements en coûts fixes ont en effet dû être consentis.

Tout d'abord, il fallait automatiser les processus de transaction sur les marchés. Il est en effet impossible d'accéder de manière efficiente à l'ensemble des plateformes sans avoir un *SOR* et les connexions électroniques avec tous les marchés. De plus, la vitesse à laquelle les marchés vibrent implique aussi de traiter un maximum de transactions par des algorithmes de *trading* et des automates. Il a fallu aussi mettre en place des systèmes complexes de vérification et de suivi de la qualité d'exécution, les *TCA* (*Transaction Cost Analysis*). Ces coûts ont représenté une part significative des investissements que les intermédiaires ont du consentir ces deux dernières années.

Le changement de la microstructure des marchés induit par cette informatisation et l'ensemble des activités d'arbitrage, inter-places et Haute Fréquence, s'est traduit par la division par trois de la taille moyenne de transaction en deux ans (de 25 000 euros à 7 000 euros).

L'augmentation corrélative des coûts indirects n'a pas compensée par la baisse des tarifs des marchés et des chambres de compensation (étant souligné concernant la compensation que la multiplication des MTFs a induit l'apparition de nouvelles CCPs et donc une augmentation globale des coûts indirects de compensation.

...et la problématique des *flash orders* (essentiellement constatée sur les marchés américains)

Les *flash orders* sont des ordres dévoilés à tout ou partie des membres du marché par un marché centralisé, préalablement à leur entrée officielle dans le carnet d'ordres central, dans le but de préserver sa liquidité et d'augmenter son attractivité.

Pour profiter des opportunités offertes par ce type d'ordre, un investisseur doit réagir dans un délai très court, bien en-deçà du délai de réaction d'un opérateur de marché (en millisecondes voire micro-secondes). Seuls les investisseurs de taille importante, acteurs du *highfrequency trading* et disposant donc de systèmes de négociation informatisés et automatisés, ont les moyens de réagir et de tirer parti des *flash orders*.

Bien que permettant théoriquement d'améliorer l'efficacité des marchés centralisés, ces ordres créent une inégalité de traitement entre les participants de marché.

Les *flash orders* sont utilisés depuis plusieurs années. Le Chicago Board Options Exchange (CBOE) a été la première plateforme à y recourir, dans le but d'améliorer les vitesses d'exécution. Cette activité est restée confinée jusqu'en juin 2006, lorsque certains acteurs, comme Direct Edge, se sont spécialisés dans cette activité. En juin 2009, les *flash orders* représentaient environ 2,4% de la totalité des ordres exécutés aux Etats-Unis.

⁷ Pour ces derniers, les coûts sont approximativement identiques à ce qu'ils étaient avant la MIF.

Les défenseurs de cette pratique considèrent que cette transmission d'information permet d'améliorer :

- *L'efficacité du marché* : ainsi, le pourcentage d'ordres appareillés par Direct Edge est passé de 1% à 12% du total des ordres passés sur le marché entre juin 2006 et juin 2009 ;
- *La liquidité du marché* : elle permet par exemple à certains acteurs de petite taille dont les ordres sont « flashés » de trouver plus facilement et rapidement de la liquidité.

Ses détracteurs considèrent à l'inverse qu'elle conduit les investisseurs à ne pas être traités de manière égale en matière d'accès à l'information sur les marchés.

3. Analyse de l'impact de la MIF sur la protection des investisseurs

La directive MIF n'a pas modifié fondamentalement les méthodes de travail car les principes de loyauté et l'obligation d'agir au mieux des intérêts des clients préexistaient, même si le degré de précision était moindre quant à leur déclinaison.

En revanche, la directive a entraîné une plus grande traçabilité des diligences accomplies a conduit à mieux formaliser les procédures et à renforcer les contrôles comme à uniformiser les pratiques, notamment sur les aspects « *best execution* ».

La MIF a également conduit à revoir les règles de rémunération des agents commerciaux dans les réseaux, en mettant un terme à la détermination des rémunérations variables en fonction des produits distribués (selon leur nature), lien qui était susceptible de donner lieu à une suspicion de conflits d'intérêts.

Rémunérations (Inducements)

Les établissements français, sous l'égide de l'AFECEI, ont élaboré des bonnes pratiques professionnelles sur l'affichage des rémunérations en matière de distribution d'OPCVM, permettant ainsi aux clients de pouvoir comparer les commissions versées ou reçues. Ces bonnes pratiques ont été approuvées par l'AMF et leur application sera contrôlée par l'AMF et la Commission bancaire.

Segmentation des clients

Comme indiqué en préambule, la nouvelle segmentation clientèle a en revanche engendré des complexités opérationnelles, notamment du fait de la possibilité pour de grands investisseurs *corporate* de se déclarer investisseurs particuliers.

Le paradoxe suivant est en effet constaté : de grands investisseurs *corporate* optent pour être classés parmi les clients particuliers tout en refusant systématiquement le formalisme induit par ce classement, et notamment en refusant de renseigner les questionnaires.

Meilleure exécution

Le principe de *meilleure exécution* suscite des difficultés de deux ordres :

- le premier, intrinsèque, tient au fait que la responsabilité pleine et entière repose sur les intermédiaires sans que les plateformes soient redevables d'un quelconque devoir au moins analogue. Une réflexion sur l'extension du principe aux plateformes de négociation pourrait être engagée ;
- le second tient à la segmentation clientèle, qui incite des investisseurs qui devraient être considérés, du fait de leur nature, comme des professionnels, à se déclasser.

C'est donc moins le principe lui-même que son champ d'application (qui doit garantir la meilleure exécution, qui doit bénéficier de cette garantie ?) qui pose problème.

4. Analyse de l'impact de la MIF sur concurrence entre infrastructures

Marchés actions

S'agissant des **infrastructures de marché**, il est prématuré de porter un jugement sur ce sujet, dans la mesure où les intervenants alternatifs aux marchés réglementés, créés après l'entrée en vigueur de la MIF, ne démontrent pas tous une rentabilité durable (notamment les MTFs). Mais les conditions législatives de concurrence entre ces acteurs sont satisfaisantes, sous la réserve de bien définir les ordres de grande taille (blocs) qui seuls peuvent échapper à la transparence, car sinon le risque est de voir les *dark pools* capter tous les ordres importants et ne laisser aux plateformes transparentes que les ordres de taille modeste et les opérations pour compte propre des arbitragistes.

S'agissant des **infrastructures post marché** (chambres de compensation et dépositaires centraux), plusieurs éléments méritent d'être rappelés :

- pour ce qui est des infrastructures historiques, les tentatives de développement de l'interopérabilité ont jusqu'à présent échoué ;
- à ce jour, 7 chambres de compensation⁸ se partagent – pour l'essentiel *via* une des relations de monopole local avec les places d'exécution – un marché européen deux fois inférieur en taille au marché US, compensé intégralement via l'infrastructure DTCC ;
- la sécurité des marchés et, partant, la confiance des investisseurs, repose pour une large part dans la capacité des infrastructures *post-trade* à s'interposer en cas de défaillance d'un intermédiaire ou d'un investisseur, et à empêcher un risque spécifique de se transformer en risque systémique.

Dans ces conditions, il serait particulièrement dommageable que la concurrence entre les infrastructures post-trade s'exerce sur le niveau de sécurité apporté aux intervenants (*via* des mécanismes de dépôts de garantie et d'appels de marge moins exigeants).

⁸LCH-Clearnet pour Euronext et London Stock Exchange, Eurex Clearing pour Deutsche Boerse, CCP Austria GMBH pour la bourse de Vienne, Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. pour le marché italien, X-Clear pour le marché suisse, EMCF pour Chi-X et les marchés nordiques, Euro-CCP pour Turquoise.

Aussi est-il nécessaire, et l'industrie bancaire française a toujours milité en ce sens, que la compensation et le règlement livraison puisse s'appuyer sur un socle juridique précis et paneuropéen et que soit favorisée la concentration des infrastructures du post-marché.

Marchés de dérivés de crédit

La crise a renforcé la nécessité de disposer d'un socle juridique précis pour le post-marché avec la problématique du risque systémique généré par les marchés CDS, sur lesquels la standardisation des contrats, la normalisation du dénouement et l'interposition de contreparties centrales de compensation est essentielle.

Les banques françaises rappellent à ce titre que l'efficacité de la prévention des risques systémiques par la mise en œuvre de contreparties centrales de compensation suppose que ces contreparties centrales de compensation puisse faire appel en *intraday* à la liquidité banque centrale en cas de défaillance d'un acteur majeur du marché (cf. annexe).

A ce titre, les chambres de compensation et les banques centrales ont démontré leur capacité de réaction rapide et efficace » au moment de la défaillance de *Lehman Brothers*.

Or, ceci suppose que la contrepartie centrale de compensation soit supervisée par une banque centrale d'émission de la monnaie dans laquelle sont libellés les instruments compensés (donc en zone euro pour les dérivés de crédit libellés en euros).

La standardisation et la compensation centralisée ne doivent pas être obligatoires mais incitatives (par le truchement d'un traitement prudentiel favorable dans la CRD).

Par ailleurs, tant pour éviter la concentration des risques systémiques que le développement de monopoles nuisant à la concurrence, les banques françaises ont toujours été opposées à la création de « silos », c'est-à-dire de groupes combinant à la fois l'infrastructure de marché, l'infrastructure de compensation et l'infrastructure de règlement-livraison. La séparation stricte au sein de groupes différents est primordiale.

5. Les marchés obligataires

Pour les marchés obligataires, la question ne se pose pas en termes de concurrence entre intermédiaires ou entre infrastructures, mais au contraire dans la mutualisation : il s'agit de renforcer la liquidité du marché secondaire.

Les banques françaises soutiennent en conséquence non pas une extension des règles applicables aux marchés actions, mais la création de règles spécifiques aux marchés obligataires.

Celles-ci sont nécessaires en matière de **transparence post-négociation** sur la base des éléments suivants :

- définition de seuils par nature de marché (corporate bonds ou government bonds) au-delà desquels il n'y aurait pas de reporting ;
- définition du délai de déclaration après la transaction (fin de journée par exemple pour l'ensemble des transactions du jour) ;
- centralisation des données en vue de faciliter l'accès de l'ensemble des acteurs.

Il s'agit de donner les informations nécessaires aux acteurs en vue de permettre la rencontre des intérêts acheteurs et vendeurs sur le marché secondaire. Il faut ici rappeler plusieurs points fondamentaux :

- Structurellement, les marchés obligataires sont des marchés primaires et il n'existe de liquidité marquée que durant les trente jours qui suivent l'émission⁹. Ensuite, les investisseurs choisissent pour la grande majorité d'entre eux de conserver les titres jusqu'à maturité (« *buy and hold* ») ; ceci s'explique par la différence de nature entre les actions et les obligations : les actions n'ont pas de maturité et le gain ne fait l'objet d'aucune promesse déterminée, tandis que les obligations ont un rendement prédéfini et une maturité ; aussi l'investisseur peut vouloir entrer et sortir à tout moment du marché action tandis qu'il est enclin à porter jusqu'à maturité les obligations.
- Il n'existe pas en France de marché obligataire des particuliers.

Aussi faut-il être lucide sur le fait qu'une liquidité du marché secondaire demeurera par nature toujours marginale.

Cela étant précisé, la transparence post-négociation est importante et la directive doit fixer les principes directeurs de cette transparence.

Concernant ensuite l'animation du marché secondaire, l'industrie française a d'ores et déjà formulé des propositions. Les banques françaises estiment en effet que compte tenu de la nature particulière de ces marchés, l'engagement sur base volontaire des banques sera efficace là où une législation risquerait fort de dissuader les acteurs à animer ce marché.

⁹ Sur les 200 000 obligations cotées en Europe, moins de 10% sont « liquides », et l'on parle d'une liquidité limitée.

ANNEXE

POSITIONS DE L'INDUSTRIE FRANÇAISE SUR LES CONTREPARTIES CENTRALES DE COMPENSATION POUR LES DERIVES DE CREDIT

THE ACCESS OF CENTRAL COUNTERPARTIES TO LIQUIDITY

I/ Access to liquidity in central bank money enables CCPs to perform in an efficient way the management of the default of a member:

1) CCPs liquidity needs under normal circumstances or during the management of a default:

- CCPs liquidity needs under normal circumstances: the normal operation of a CCP may generate liquidity needs during the day which are related to the different functions of the CCP, i.e. its settlement function (as clearing house) or its guarantee function (as central counterparty).
- CCPs liquidity needs during the management of a default: this situation generates substantial additional liquidity needs for the CCP whatever its specialisation in terms of products (cash or derivatives products).
 - The issue of the default of a clearing member is more commonly envisaged in terms of credit and market risk management than in terms of liquidity risk. However, the experience of the default of a major financial institution like Lehman Brothers has demonstrated that the CCPs can be put under a strong liquidity pressure when managing a default and then that the access of CCPs to liquidity is a key factor for the efficiency of the default management function performed by CCPs. After the default of a clearing member, the CCP substitutes the defaulter to perform the obligations stemming from the outstanding trades in the defaulter's portfolio, which have been accepted in the clearing system. Therefore, the CCP has to "carry" the defaulter's positions until they are finally liquidated and the CCPs has performed all defaulter's obligations, including cash settlement. This is
The source of CCPs' additional liquidity needs which can not be entirely fulfilled with the collateral posted to cover the defaulter's positions.
 - Liquidity problems may also be triggered by the default of a depository bank used as depository for its collateral. The liquidity coming from the margins and the default funds is normally deposited with some banks which must present a very low credit risk. Even though CCPs guarantees are legally protected and segregated in the accounts of the defaulter, the collateral of the CCP held with this depository bank could be blocked due to possible legal dispute or delays caused by the insolvency procedure launched against the depository bank. The CCP would have then to fulfil an unexpected liquidity gap owing to the unavailability of this collateral.

2) the respective efficiency of CCPs access to liquidity in central bank money and in commercial bank money:

- the commercial settlement banks granting credit lines to a CCP can be themselves under strong liquidity pressure during the management of default, and therefore not in a position to provide the needed liquidity to the CCP ;
- the implementation of T2-S and CCBM2 will increase the advantages of using central bank money by optimising liquidity and collateral management.

CCPs need to make money settlements with their participants for a variety of purposes, including the collection and payment of cash used to meet margin requirements. Two basic models are identified: a central bank model and a private settlement bank model.

- In the central bank model, the central bank of issue (of the currency in which the payments are being made) is the sole settlement bank used by a CCP, and all money settlements between a CCP and its participants are effected in central bank money. A CCP's participants may have accounts with the central bank or may effect settlements with the CCP through banks with accounts at the central bank (a tiered settlement arrangement).
- In the private settlement bank model a CCP selects a group of private banks as its settlement banks establishes an account with each of these settlement banks and requires each of its participants to establish an account with one of them. Money settlements between a CCP and its participants are effected in private bank money through their accounts at the settlement banks. To the extent necessary, a CCP's accounts at the settlement banks can then be balanced by transfers between the settlement banks, which typically are effected in central bank money through the national payment system.

The commercial bank model has a number of drawbacks :

- use of the private settlement bank model exposes a CCP to the risk of a settlement bank's failure (the commercial bank model could face very challenging issues to handle the default of a major participant). In a situation of distress interbank market, the pool of settlement banks, although committed by credit lines with the CCP may simply not be able to provide timely a sufficient amount of liquidity in order to meet the CCPs liquidity needs in relation with the liquidation of the positions of the defaulter.
- moreover, there are no (public) rules on the eligibility of the collateral, i.e. the commercial banks acting as settlement banks are free to set up their own collateral rules that they apply when extending credit to the CCP. A private settlement bank may thus accept collateral that is less liquid and of lower quality than the collateral accepted by the Eurosystem. If so, the CCP would have incentives to hold such low-quality collateral, in particular as the cost of holding low-quality collateral is lower than that of holding high-quality collateral. As a result, the CCP's balance sheet would contain more low quality collateral, which would diminish the overall financial soundness of the CCP.

- another disadvantage is related to behavioural problems that may occur in the event of a CCP's default: if the overall amount of collateral that the CCP has posted with the settlement bank exceeds that bank's claims against the CCP, then the settlement bank may choose the collateral that it prefers to cover any open positions. The settlement bank is likely to choose "good" collateral, i.e. cash collateral and other types of liquid and good-quality collateral leaving other creditors with collateral of less quality. In the central bank model where the Eurosystem collateral eligibility criteria would apply, such distortions among different types of creditors would not exist.

The central bank model has a number of advantages. In particular, use of the central bank model eliminates a CCP's settlement bank risks. Moreover, the CCP has easy access to a potentially large amount of liquidity given the Eurosystem's broad range of eligible collateral.

II/ Access to Eurosystem's credit operations: the need to guarantee its adequate oversight over the entities accessing to central bank liquidity

The strong link between the location of the infrastructure and its possibility to central bank operations is supported by the following considerations:

- the Eurosystem needs to be in a position to have effective oversight competences on the CCP opening an account in its books (the direct oversight of the central bank on its counterparties is indeed a mean to mitigate the moral hazard inherent to the credit activity of central banks) ;
- the direct access of the overseer to the infrastructures allows mitigating the risk that a CCP overseen by another central bank would take on excessive risks being subject to less stringent rules. This link between central bank's oversight competence and the ability to open an account in its books is not a specificity of the Eurosystem but is a common policy of central banks (for instance, FED's rules for the opening of an account include a similar condition).