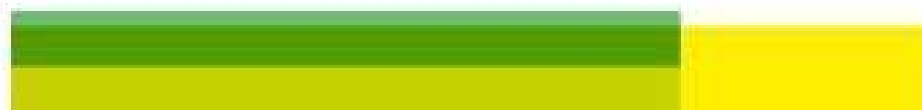




# **Propositions de la Commission relatives à la révision de la Directive MIF (Marchés des instruments financiers)**

**Directive 2004/39/CE**





---

---

# Partie I- Généralités

- Définitions
- Contexte général
- Evolutions

## Définitions / Catégories (1)

- **Marchés dérivés :**

Ce sont tous les marchés qui, partant d'un produit ou d'un service à un moment donné, cherchent à projeter dans le futur, en le dérivant, le prix de cette "commodité".  
(P.Chalmin, *Marchés mondiaux 1986-1996*).

- **Ce sont des marchés avec « effet de levier » :**

Au moment de la souscription du contrat à terme, seule une petite partie du prix du contrat est versée (le « deposit » ou dépôt de garantie)

## Définitions / Catégories (2)

- 2 grandes catégories de marchés dérivés :
  - Marchés « organisés » = « Futures markets » + Options
  - Marchés de gré à gré : « Over the counter » / OTC, = *marché « Hors cote »*
- Les marchés OTC classiques : 3 différences par rapport aux marchés de Futures :
  - Pas de chambre de compensation
  - Contrat pas forcément standardisé (contrat « à la carte », avec prix secret )
    - Pas de fongibilité !
  - En général les 2 contreparties se connaissent

## Définitions (3)

- Les Commodities :
  - Matières premières, agricoles ou non (métaux, énergie)
  - Acier , produits chimiques de base
  - Puces électroniques
  - Frêt maritime
  - Droits à polluer
- Les différentes Bourses :
  - Bourses de marchandises (« commodities »)
  - Bourses de valeurs

## Un peu d'histoire (1)

- 1-1848- début des années 1970 :
  - Les marchés à terme de « futures » ne concernent que les matières premières « classiques »
- 2-Suspension de la parité fixe or / \$ le 15/8/1971 :
  - Changes flottants à partir de mars 1973
  - Développement des marchés à termes sur les devises, puis sur les taux d'intérêt (contexte : inflation à 2 chiffres..)
  - Premiers « hedge funds »
  - Création en 1974 d'une véritable autorité de régulation des marchés dérivés de commodities aux Etats-Unis : la CFTC

## Un peu d'histoire (2)

### 3-Les années 1980-1999 :

- Multiplication des « financial futures », des options, des swaps ...
- Complexification des instruments financiers
- Marginalisation de la part des marchés à terme des « commodities » du fait du développement des marchés financiers et des bourses de valeurs

## Les évolutions des années 2000 (1)

- **Accélération de la concentration des Bourses depuis 2007**
  - CME Group (CME + CBoT en juillet 2007, + NYMEX en 2008) :
  - Intercontinental Exchange(ICE) rachète NYBoT (janvier 2007)
  - NYSE-Euronext à compter du 1/1/2008
  - NYSE-Euronext-Deutsche Börse en 2011
- **Mondialisation des Bourses**
  - CME prend 10 % de la Bourse de Buenos Aires (oct. 2007)
  - ICE prend le contrôle du Winnipeg Commodity Exchange (juin 2007)
  - NYSE-Euronext/ Deutsche Börse



## Les évolutions des années 2000 (2)

- **Accroissement fulgurant des liquidités, à la recherche de placements**  
suite à :
  - politique de taux bas (« accomodante ») de la Fédéral Reserve
  - éclatement de la bulle internet (= fuite vers les actifs « réels »)
  - plans de relance après crise de 2008 (Etats-Unis, Chine..)
- **Abandon rapide de la criée au profit des transactions électroniques :**  
augmentation des risques (*program trading, fat finger...*)

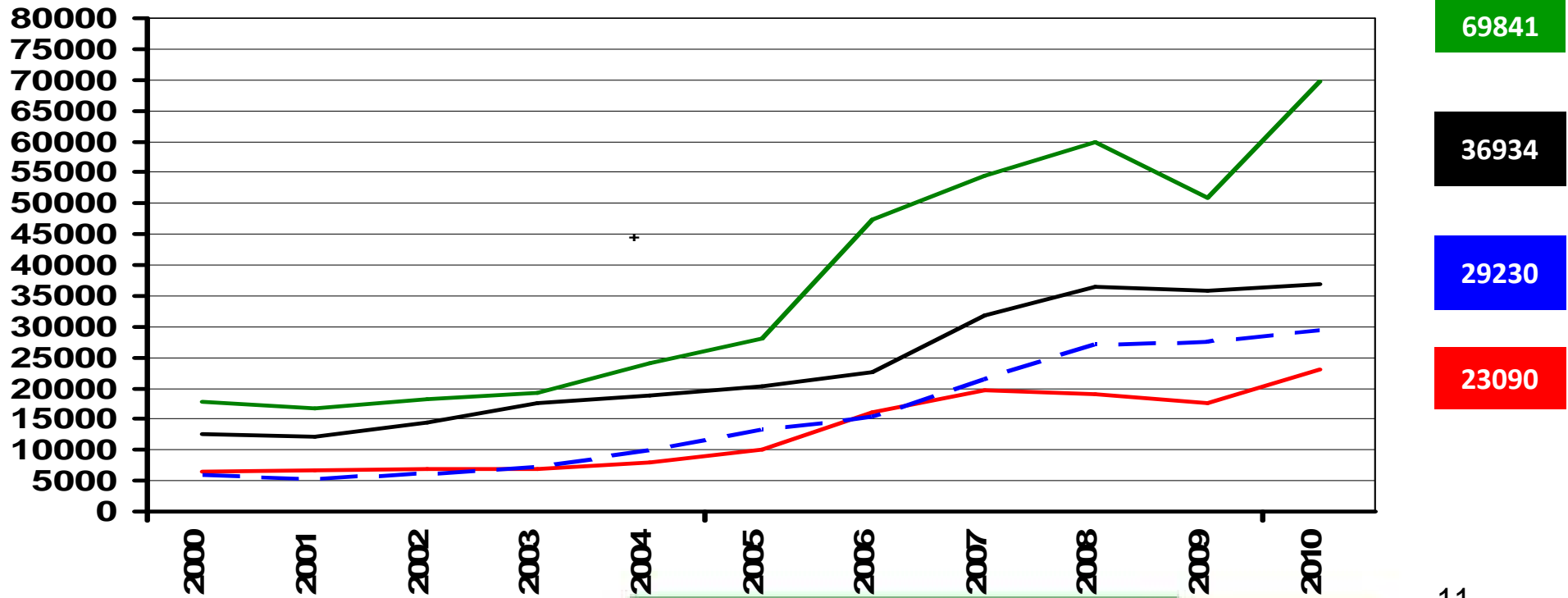
## Les évolutions des années 2000 (3) : les Commodities

- Jusqu'en 2006 : les matières premières étaient relativement isolées des autres marchés
- Depuis 2006 :
  - Les matières premières s'intègrent à l'ensemble des marchés financiers
    - *Voir graphique >*
  - Elles deviennent donc plus vulnérables aux chocs macroéconomiques
  - Elles deviennent également de plus en plus intégrées entre elles
- Développement des marchés à terme « agricoles » en Europe et en Asie / Océanie
  - Nombre de contrats
  - Nouvelles places
  - Nouveaux contrats

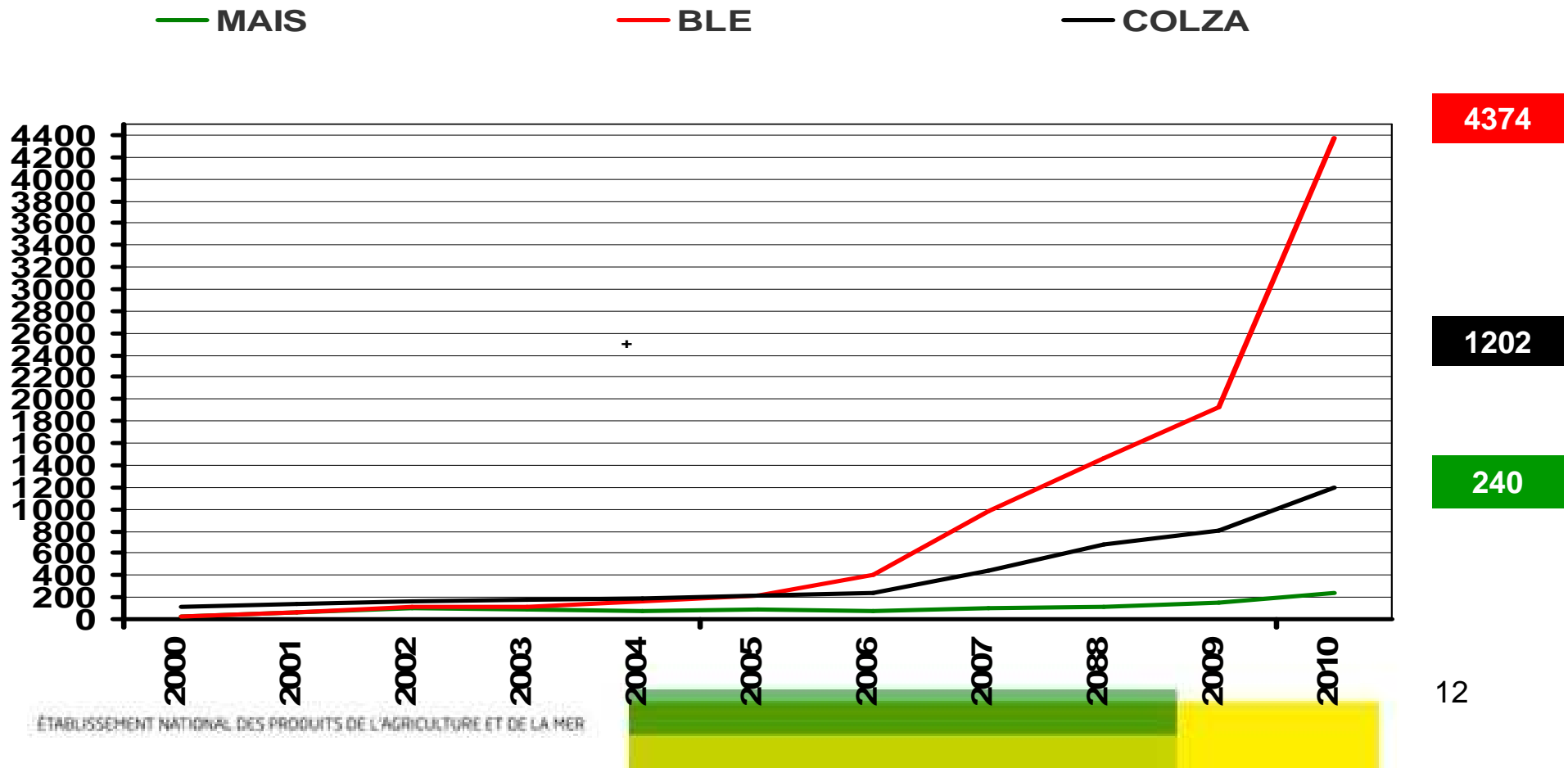
# Contrats à Chicago et New York : graines et sucre

(milliers de contrats, 2000-2010)

— MAIS      — BLE      — SOJA      - - - SUCRE



## Contrats à Paris (NYSE-Euronext) : Graines (milliers de contrats, 2000-2010)



## Mise en perspective chiffrée

- **Encours totaux en 2010 des OTC et des marchés organisés :**
  - Près de **700 000 milliards \$** , soit 12 fois le PIB mondial (!!)
    - dont un peu moins de 100 000 pour les marchés organisés...
  - Ventilation des OTC en juin 2010 : total **582 000 milliards \$** dont :
    - 452 000 milliards pour les taux d'intérêts
    - 53 000 milliards pour les devises
    - **30 000 milliards pour les Credit Default Swaps** (sans doute en hausse en 2011 !!!)
    - 6 000 milliards pour les contrats liés aux actions
    - **3 000 milliards pour les commodities** (tous secteurs)
    - 38 000 milliards non spécifiés
  - *Chiffres publiés en décembre 2010 par le Financial Times.*



# Partie II-La Directive MIF et sa révision

**Directive 2004/39/CE  
Projet de révision Octobre 2011**

**Principales dispositions proposées**

## Objectifs de la Directive MIF de 2004, applicable en 11/2007

- Régir **les services d'investissement** en matière d'instruments financiers fournis par les banques et les sociétés d'investissement
  - Conseil
  - Courtage
  - Négociation
  - Gestion de portefeuille ....
- Régir **le fonctionnement des bourses traditionnelles et des autres « plateformes de négociation »**

## MIF : un bilan mitigé après 3 ans ½ d'application

- Création d'un marché unique pour les services et activités d'investissement dans les produits financiers
- Approfondissement de l'intégration des marchés financiers en Europe
- Protection améliorée pour les investisseurs sur les marchés financiers
- Réduction du coût des transactions
- Pas de contraintes uniformes de transparence pour les marchés autres que ceux d'actions
- Pouvoirs limités des régulateurs sur les marchés autres que ceux des actions
- Fuite vers des marchés non régulés (OTC, dark pools..)
  - Plus discrets
  - Moins coûteux
  - Remise en cause de la transparence/ pertinence des prix
- Certaines dispositions sont dépassées par l'innovation technologique (HFT..)



## Champ d'application actuel de la MIF

- Bourses traditionnelles
  - surtout bourses de valeurs
  - faible intérêt des régulateurs pour les bourses de marchandises
- Systèmes multilatéraux de négociation (SMN / MTF):
  - Nés de l'insatisfaction des investisseurs vis-à-vis des bourses traditionnelles (discrétion, délais d'exécution, coûts de transaction)
  - Comblent un vide (obligations convertibles..) en permettant une transparence des prix
  - En Europe : SMN concernent surtout les marchés d'actions et obligations convertibles
    - Exemple : Chi-X, Nasdaq OMX



---

## Principales propositions

---

- Réglementation des OTC
- Meilleure prise en compte des innovations technologiques
- Services de post-négociation
- Renforcement des pouvoirs de surveillance et d'intervention des régulateurs
- Dispositions relatives aux marchés de matières premières

## Propositions : encadrement des OTC

- Extension du champ de la MIF à une 3<sup>ème</sup> catégorie de plateforme de négociation : l'OTF (*Organised Trading Facility / système organisé de négociation*)
  - Toute transaction est communiquée à un Trade repository central
  - Intervention obligatoire d'une chambre de compensation
- S'applique aux **contrats OTC standardisés** (en nombre croissant, notamment pour le pétrole)
- Exemption pour contrats OTC sur mesure
- Exemple de systèmes de marchés OTC :
  - Broker crossing networks : systèmes gérés par les sociétés d'investissement qui pratiquent un clearing entre elles .
    - Exemple : [SIGMA X](#) de Goldman Sachs
    - Permet d'échanger de gros paquets d'ordres sans impacter le cours sur les marchés organisés

## Proposition : meilleure prise en compte des innovations

- Meilleur encadrement du risque systémique lié à l'utilisation croissante du trading algorithmique et à haute fréquence :
  - Traders soumis à une « régulation appropriée »
  - Doivent présenter un niveau de liquidité suffisant
  - Interdiction de mouvements d'entrée et de sortie quasi simultanés, soupçonnés de renforcer la volatilité
  - Mise en place de coupe circuits par les places de négociation pour éviter les « crashes »

## Proposition : services de post-négociation

- Vise notamment l'activité de compensation
- Renforcement des conditions de concurrence en la matière pour éviter la limitation de la concurrence entre plateformes de négociation

## Proposition : renforcement des pouvoirs de surveillance

- En coordination avec l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), les régulateurs nationaux pourront interdire certains produits, services ou pratiques si ceux-ci portent atteinte à la protection des investisseurs, à la stabilité financière ou au bon fonctionnement des marchés.
- Renforcement de la surveillance des marchés dérivés sur les matières premières
  - V. diapo suivante

## Propositions : marchés de matières premières

- Obligation de déclaration de positions par catégorie de traders
  - Type « Commitment of Traders » de Chicago
  - Début d'application au Liffe (même catégorisation qu'au CME) depuis octobre 2011
- Larges compétences données aux régulateurs nationaux pour intervenir en cas de risques sur l'intégrité des marchés
  - Exemple : introduction de limites de positions
- Réduction des exemptions à l'application de la Directive MIF



---

## Calendrier

---

- Transmission le 20 octobre 2011 au Conseil et au Parlement européen
- Dispositions sur les OTC applicables fin 2012 ? (Souhait du G 20)

