



L'étude sur la création d'une bande consolidée de l'UE

RAPPORT FINAL

Résumé



COMMISSION EUROPÉENNE

Direction générale de la Stabilité Financière, des Services Financiers et de l'Union des marchés des capitaux
Direction C – Marchés financiers
Unité C.3 – Marchés des valeurs mobilières

Courrier électronique : FISMA-C3@ec.europa.eu

Commission européenne B-1049 Bruxelles

L'étude sur la création d'une bande consolidée de l'UE

RAPPORT FINAL

Résumé

SEPTEMBRE 2020

L'ÉTUDE SUR LA CRÉATION D'UNE BANDE CONSOLIDÉE DE L'UE

RAPPORT FINAL
RÉSUMÉ EXECUTIF



A PROPOS MARKET STRUCTURE PARTNERS

Market Structure Partners est un cabinet de conseil indépendant spécialisé dans la structure des marchés financiers mondiaux.

Nous visons à offrir un réel avantage à la société en fournissant des conseils stratégiques précieux et impartiaux et des services de conseil avec la plus grande intégrité pour aider à améliorer et développer les structures des marchés financiers.

L'équipe de Market Structure Partners (MSP) qui entreprend ce travail est entièrement composée de praticiens expérimentés de l'industrie qui possèdent de vastes connaissances géographiques, de classes d'actifs et d'interfonctionnement. Les membres de l'équipe sont basés en Europe et en Amérique du Nord.

INTRODUCTION

Cette étude analyse la demande et les cas d'utilisation potentiels de données consolidées sur les marchés financiers européens, ainsi que les avantages qui en découleraient et les défis liés à sa création. Elle recommande également l'architecture optimale de la consolidation. Elle est composée des 12 chapitres suivants:

1. **Le périmètre, origine et approche de l'étude**
2. **Que veut dire données de marché et comment sont-elles consolidées?**
3. **Le flux et consommation des données**
4. **La demande et cas d'usage potentiels des données consolidées**
5. **Les avantages qu'apporteraient les données consolidées**
6. **Les défis pour fournir les données consolidées**
7. **Leçons apprises de la littérature et recherche dans les cadres de la consolidation des données Amérique du Nord**
8. **L'architecture optimale pour une consolidation réussie des données en Europe**
9. **La faisabilité, technologie, coûts et financement du model**
10. **Les données consolidées dans le contexte des marchés de l'UE 27 (Ex. UK)**
11. **Qu'est-ce qui peut être réalisé sous le système juridique et réglementaire actuel?**
12. **Conclusions et actions recommandées**

1. LE PERIMETRE, ORIGINE ET APPROCHE DE L'ETUDE

Régulateurs européens des marchés financiers avaient espéré que la directive et réglementation sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II / MiFIR, connu ensemble sous le nom MiFID II) créerait un environnement réglementaire où la compétition des fournisseurs de système consolidé de publication (CTP) émergerait. Cependant, aucun CTP d'aucune classe d'actifs ne s'est matérialisé. Dans le cas où cela se produirait, la loi prévoyait que la Commission européenne (CE) demande à l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) la création d'un CTP dans le cadre d'un processus public.

Cette étude avait le but d'examiner la nécessité de données consolidées avant et après négociation sur les actions et instruments liés aux actions (référés comme actions) et de données après négociation sur les titres à revenu fixe, qu'elles soient émises par des gouvernements, des supranationaux ou entreprises (référés comme obligations). L'étude s'applique aux deux classes d'actifs, sauf indication contraire.

L'étude a également recherché la consolidation des données aux États-Unis et au Canada et propose une architecture et un concept de la consolidation des données européennes sur la base des résultats et avis des utilisateurs.

L'approche de cette étude comprend des recherches pratiques et littéraires ainsi que des entrevues et séminaires avec 189 utilisateurs de données et intervenants et 11 associations professionnelles. La plupart des participants interrogés sont actifs dans la majorité des marchés européens (l'UE-27 et Royaume-Uni) dans leurs classes d'actifs.

2. QUE VEUT DIRE DONNEES DE MARCHE ET COMMENT SONT-ELLES CONSOLIDEES?

Système Consolidé de Publication de Données (données CT) se réfère à la collecte de données pré et post négociation provenant de plusieurs sources des marchés financiers qui est diffusé via un flux de données unique et standardisé.

Les données pré-négociation comprennent les prix et volumes visibles des ordres passés sur les 'marchés organisés en fonction des ordres' ainsi que les cotations visibles qui sont annoncées sur les marchés dirigés par les prix.

Sous les règles de MiFID II, les entreprises classées comme **entreprises d'investissement qualifiées** (QIFs) créent et traitent des ordres pour le compte d'investisseurs et doivent transmettre les ordres d'actions **aux plateformes de négociations** (TVs). Cependant, si un ordre répond à certains critères tels que sa grande taille, il peut être refusée. Les QIFs peuvent également traiter sur leur propre compte mais, si c'est fréquent, ils deviennent des **internalisateurs systématiques** (SIs) et doivent indiquer les prix auxquels ils sont prêts à traiter publiquement, soit sur un TV ou un autre canal.

TVs **appartiennent** les ordres sur les carnets d'ordres à cours limité (CLOB) et sont compensés par une contrepartie centrale qui gère le **risque de contrepartie**. Les ordres **visibles** sont considérés comme **fermes** car les participants peuvent interagir avec eux dans le système interne. Lorsque **les cotations** sont publiques sur les marchés d'actions ou d'obligations, elles sont généralement fermes jusqu'à la **taille annoncée**. Cependant, des négociations supplémentaires peuvent être nécessaires entre les participants pour des raisons telles que la solvabilité de chaque contrepartie ou par la taille de la transaction.

Les données post négociations comprennent **les prix et volumes** des transactions exécutées par un ordre contre une cotation visible ou non sur le marché. **Les données fin de journée** sont aussi inclus.

Les participants définissent les ordres et cotations qui sont visibles et peuvent pas interagir avec la **'liquidité adressable'**; très important pour mesurer la liquidité du marché et le succès des stratégies de négociation. Les données post-négociation devraient contenir suffisamment d'informations sous forme de signe indiquant si la liquidité était adressable au moment d'une transaction.

Sous MiFID II, les transactions sur tout instrument (UE et non-UE) qui sont négociées sur une plate-forme de négociation (TOTV) doivent être transparents au marché ou une publication différés pour certaines exécutions.

Les TVs regroupent et publient les données pré et post-négociation capturant les ordres jumelés dans leurs systèmes. Si les QIFs et les SIs **négoient des transactions hors marché**, elles doivent être signalées aux accords de **publication approuvés (APAs) pour agrégation et publication**. APAs gère **les calculs et publications différées**. MiFID II autorise les agrégateurs concurrents. **Des centaines de TVs et APAs** existent déjà à travers les classes d'actifs.

Les TVs et APAs sont obligés de **publier** leurs données agrégées **post-négociation** sur les CTPs lorsqu'ils existent. La loi prévoit **pour plusieurs CTPs en concurrence** mais il n'y en a pas.

Les TVs, APAs et CTPs sont des entités réglementées sous MiFID II. Cependant, **les TVs peuvent s'autoréguler** en ayant leurs propres règles et en sanctionnant leurs **membres** sans intervention réglementaire nécessaire, tandis que **les APAs et les CTPs dépendent de leurs clients pour se conformer aux normes réglementaires de l'UE**, qui ne peuvent être modérées que par les autorités nationales compétentes (ANC).

3. LE FLUX ET CONSOMMATION DES DONNEES

Les flux de données de marché sont le moyen par lequel les données pré et post-négociation de chaque marché sont disséminées.

Les données pré-négociation peuvent être affichées **individuellement par niveaux de prix** ou **agrégées** pour montrer l'intérêt à chaque niveau de prix. L'approche la plus simple consiste à prendre la meilleure offre vente et achat, connue sous le nom de **BBO**. Si les données sont agrégées, la profondeur des informations affichées doit être décidée. L'approche la plus détaillée consiste à montrer toute la profondeur du carnet. Un des alternatif consiste à prendre un sous-ensemble de données jusqu'à un certain niveau (**par exemple 3 ou 5 niveaux**), pour lequel **un BBO en volume pondéré** pourrait être calculé si nécessaire.

Les données peuvent être prises via **un flux de données en temps réel**, qui contient également des informations importantes sur **les événements administratifs** (par exemple, les arrêts de négociation). Ce flux peut être délivré à une vitesse de précision de nanoseconde, connue sous le nom de **faible latence**. Il peut également être pris dans des fichiers statiques ou en données séquentielles.

Les données historiques sont un enregistrement de données avant et après négociation qui sont **sauvegardés** et disponibles pour analyse.

Les entreprises qui publient des données le font souvent à **des fins économiques** et mettent en place des contrats pour régulariser la manière dont les données sont payées, quels niveaux de données sont disponibles et qui peut accéder et utiliser les données. Les prix et les conditions contractuelles peuvent varier ce qui conduit à de **nombreuses complexités contractuelles**.

Un éventuel CTP européen doit recueillir les données de tous les TVs et APAs sous de nombreux formats différents et négocier au moins **un contrat**, mais **souvent beaucoup plus**, avec chaque TV et APA.

4. LA DEMANDE POUR UN SYSTEME CONSOLIDE DE PUBLICATION DE DONNEES

Il existe différents cas d'utilisation pour les données CT, à travers un vaste nombre de participants des marchés financiers, assumant des fonctions variées au sein de la chaîne de valeur. La majorité des cas d'utilisation des données CT peut être résumé comme suit:

- Emission
 - Répartition des Actifs
 - Gestion d'investissements
 - Analyse pré-négociation
 - Supervision des transactions
 - Analyse pré-négociation/Meilleur exécution
 - Traitement/Exécution des transactions/Valuations
 - Gestion des fonds/garanties
 - Surveillance des marchés
 - Gestion des risques
 - Mesure du rendement
 - Surveillance réglementaire
 - Audit
 - Amélioration environnementale (réduire le traitement des données)
- Beaucoup de ces fonctions impliquent une activité de gestion des risques. Par exemple, **les données CT** seraient utilisées sur **les trois lignes de défense** que les entreprises déploient généralement pour gérer les risques: les fonctions de première ligne qui **détiennent et gèrent les risques**, les fonctions mises en place pour **contester** la première ligne et les fonctions qui fournissent une **assurance** au marché.
 - Les besoins principaux en matière de données CT identifiés pour les données CT européennes dans ces cas d'utilisation sont:
 - **Données en temps réel sur les ordres d'actions pré-négociation** avec **5 niveaux** de profondeur du carnet d'ordres de chaque TV (les cotations pré-négociation ne sont pas primordiales) et **les données du fixing**. Un BBO pondéré base sur le volume de 5 niveaux peut aider certains utilisateurs.
 - **La profondeur** des données en actions est plus importante que **la vitesse en nanosecondes**. Si les 5 niveaux du carnet d'ordre sont visibles, les données fournies en millisecondes sont suffisantes.
 - Les données **post-négociation en temps réel** pour les actions (millisecondes) et les obligations (5 minutes).
 - **Dissémination d'informations** sur les événements de session telles que les interruptions de négociation.
 - Statistiques de fin de **journée ou de session**
 - **Données historiques**, qui sont importantes pour l'analyse post-négociation utiles par de nombreuses fonctions.
 - Un **ensemble de données** complet de tout TOTV, la capacité à **séparer** les données entre les instruments de l'UE et non-UE ou des sous-ensembles de ceux-ci serait utile.

- Tous les éléments des données CT sont souhaités mais **les données post-négociation** et **historiques** sont prioritaires.
- Si ces données CT étaient facilement disponibles, on estime que des **dizaines de milliers** de participants **professionnels** et de nombreux autres **investisseurs particuliers** seraient susceptibles de les utiliser.

5. LES AVANTAGES DES DONNEES CONSOLIDEES

Les avantages totaux des données CT ne peuvent pas être quantifiés, mais les entreprises qui sont **responsables de la gestion et de la négociation de mille milliards d'euros** d'actifs pour le compte des investisseurs signalent que le manque de données CT signifie qu'elles doivent actuellement s'appuyer sur des données **sous-optimales** lorsqu'elles cherchent à le faire leurs emplois pour ces investisseurs

Si les données CT existaient, un **sous-ensemble d'intermédiaires financiers**, qui actuellement profitent d'un avantage potentiel des **asymétries de données** du marché, perdraient. Ce sous-ensemble comprend les entreprises qui peuvent utiliser leurs échelles ou leurs technologies pour surmonter les défis actuels en compilant les données précises afin d'obtenir un avantage concurrentiel ou celles qui en profitent commercialement. Cependant, d'autres participants, notamment les investisseurs privés et institutionnels, émetteurs, régulateurs et sociétés tiers (service de control), bénéficieraient clairement des éléments suivants:

- a) **Amélioration des résultats commerciaux:** faciliter la prévision des coûts de négociation et accroître la visibilité des options de liquidité.
- b) **Données indépendantes et justes** pour détecter les erreurs et méfaits: aider à découvrir les problèmes, qui pourraient autrement rester inaperçus.
- c) **Améliorer l'exactitude des prix:**
 - i. Menant à de meilleures évaluations de portefeuille pour les investisseurs qui sont souvent induits en erreur par des données inexactes.
 - ii. Améliorer la qualité des calculs de référence, qui sont utilisés pour juger les performances.
 - iii. Soutenir une meilleure tarification des produits dérivés.
- d) **Amélioration des processus de gestion du risque de liquidité et d'allocation du capital:**
 - i. Les sous-estimations des risques de liquidité se font au détriment des investisseurs finaux qui peuvent se retrouver coincés avec des fonds défaillants.
 - ii. Les surestimations des risques de liquidité se font au détriment des fournisseurs de capitaux car le capital peut être alloué de manière trop traditionnelle.
- e) **Promotion de l'innovation, de la concurrence et des marchés lit: sans visibilité de toute la liquidité disponible:**
 - i. Les modèles de marché primaire et secondaire des TVs actuels sont imposés au marché et différents modèles de provision de liquidité et de cotation ne peuvent pas émerger.
 - ii. Les courtiers ne sont pas tenus responsables par leurs clients de leurs stratégies de routage des ordres car les clients ne peuvent pas facilement voir le flux et vérifier ces informations.
 - iii. Des chiffres inexacts et exagérés sur le montant des liquidités hors marché poussent les participants vers les marchés non-lit.
 - iv. Le coût croissant du traitement des données crée de telles barrières qu'elle mène à une concentration de l'industrie.
- f) **Amélioration des calculs et politiques réglementaires:**
 - i. Les régulateurs mettent en place des politiques de surveillance de normes et nouvelles réglementations basés sur des données inadéquats.

- ii. Sans une source officielle de données pan-européennes, certaines entreprises avec des intérêts particuliers et ressources plus importantes peuvent utiliser des sous-ensembles de données pour faire pression en faveur ou contre des changements qui pourraient ne pas bénéficier le marché général.

De plus, une infrastructure de données CT unique serait plus économique et écoénergétique que le système multidimensionnel actuel, réduisant ainsi l'impact sur l'environnement.

6. LES DEFIS POUR FOURNIR LES DONNEES CONSOLIDEES

La **technologie** requise pour consolider les données de marché **n'est pas considérée comme un problème** car elle est déjà approuvée et largement utilisée sur le marché. Les **défis** pour les entreprises individuelles ou les CTPs européens potentiels souhaitant consolider les données sont **structurels, organisationnels et économiques** et sont les suivants:

a) Le prix des données n'est pas déterminé par les forces du marché, ce qui rend les données CT non viables:

- **Le coût** actuel direct et indirect de la consommation et de la gestion de plusieurs flux de **données pousse les utilisateurs à économiser** en prenant un sous-ensemble de données de marché disponibles comme **proxy pour l'ensemble du marché**. Ce sous-ensemble provient généralement **du TV ou de APA dominant** sur chaque marché.
- Cela **renforce le pouvoir de tarification** et les modèles de marché des plus grands TVs et APAs et leur permet de **tarifer leurs données comme si elles représentaient l'ensemble du marché**.
- Ces TVs et APAs **n'ont aucune obligation ou intérêt commerciale** à tarifier les données à un prix qui reflète leur valeur dans le contexte de la consolidation ou dans le but de faciliter les données CT. Cela ne montrerait pas seulement la liquidité des TVs concurrents, qui est actuellement obscur par le manque de données CT, mais pourrait également **affecter leurs bénéfices**, car certaines entreprises pourraient remplacer leur sous-ensemble actuel de données pré et/ou post-négociation en place avec les données CT si elles étaient disponibles.
- Actuellement, un consolidateur de données n'a **aucun contrôle sur le coût** attribué par chaque TV ou APA. Les modèles d'apport de liquidité des plus grands TVs d'actions génèrent d'énormes quantités de données, ce qui augmente les coûts de traitement mais n'est nécessairement utile à tous les participants. Le prix qu'un TV attribue à ses données (en particulier lorsqu'il est utilisé comme proxy pour l'ensemble du marché) ne reflète pas toujours la valeur que le marché lui donne lorsque les données sont consolidées et la valeur de la contribution de chacun TV est évaluée.
- Un consolidateur doit soit **absorber** tous les coûts, soit les répercuter. Si un consolidateur **transfère tous les coûts et contrats**, comme préconisé par chaque agrégateur, directement aux utilisateurs, ces utilisateurs **continueront d'économiser** en prenant des sous-ensembles de données, rendant la consolidation une **perte de temps et ressources** pour le CTP. La **domination** des plus grands TVs et APAs continue d'être renforcée.

b) Qualité et complexité des données

- TVs et APAs ont **des normes de données personnalisées**, qui doivent être traduites par un CTP.
- Les données soumises par les QIFs et SIs sont de qualité inférieure. Les problèmes identifiés sont **ambigus ou incohérents** dans les règles, une **interprétation subjective** ou **abusive** des règles ou une **mauvaise utilisation** des signes ainsi qu'un **manque de normes opérationnelles techniques** concernant la déclaration des transactions.

- Les données complexes et de qualité inférieure **nécessitent des efforts et ressources importantes** pour être assainies et compilées. Les consolidateurs n'ont pas toujours les ressources ou désire à le faire.

c) Absence de gouvernance des données et d'application des normes:

- Les problèmes liés à l'exhaustivité, actualisation et qualité doivent être **résolus immédiatement** pour que les données soient utiles aux usagers. **ESMA** et les **ANCs ne sont pas assez proches** des interfaces techniques sur le marché où les données sont soumises, pour pouvoir identifier et résoudre les nombreux problèmes qui surviennent en temps réel.
- Si les problèmes s'étendent sur plus d'un marché, les **ANCs** recherchent **manuellement** les informations inter-marchés, ce qui **entraîne des délais** pour l'identification et la résolution des problèmes. L'image réel du marché peut être perdue pendant un certain temps, peut-être des **mois ou des années**.
- Il n'y a actuellement **aucun mécanisme de pénalité** convenu centralement pour les soumissions de données médiocres aux agrégateurs et consolidateurs ou accord sur la manière dont un tel régime pourrait être mis en œuvre dans différentes juridictions.
- À l'heure actuelle, la **qualité** des données est **meilleure sur les TVs**, car ils peuvent appliquer des normes à leurs **membres** et utiliser les **données appariées** pour les rapprochements immédiats. C'est **pire dans les APAs** qui n'ont pas de tels membres, **qui ne sont pas autorisés** à appliquer des sanctions et qui ne peuvent pas voir les deux côtés d'une exécution pour faciliter le rapprochement des opérations. Les APAs peuvent également avoir des **conflits d'intérêts** si leur maison mère a d'autres entreprises telles qu'un TV ou un fournisseur de données.

d) Autres facteurs qui rendent les données moins viables pour la consolidation:

- Un **manque de règles harmonisées**. Les exemples sont les ANCs qui peuvent déterminer leurs propres **périodes de retard** pour la publication des données d'obligations post-négociation et les SIs sont traités différemment des TVs, ce qui résulte à des **différences d'unités de fluctuation et de synchronisation d'horloge**.
- L'obligation de déclarer tout ce qui est négocié sur une plate-forme de négociation (TOTV) signifie que les instruments **européens** et **non européens** sont tous inclus dans les données. Cela crée une nuisance lorsque l'on essaye d'établir les données des instruments de l'UE.
- L'approche progressive d'ESMA pour déclarer les transactions d'obligations en fonction de leur liquidité signifie qu'actuellement **peu d'obligations** sont disponibles pour publication.

Ces problèmes sont cumulatifs; chaque utilisateur prend plusieurs décisions, à sa discrétion, concernant les données qu'il utilise en fonction de facteurs commerciaux de jugements subjectifs des données. En conséquence, les participants en Europe ne sont pas garantis d'avoir les mêmes données pour un instrument que leurs homologues.

7. LEÇONS APPRISSES DE LA LITTÉRATURE ET RECHERCHE EN AMÉRIQUE DU NORD

Les cadres de données du marché nord-américain ne sont pas une panacée ni un exact modèle pour les données CT européennes mais, avec la documentation littéraire et industrielle disponible, ils offrent des informations importantes, en particulier sur les dispositions organisationnelles, économiques et juridiques qui sont nécessaires à différents points de l'évolution des marchés, beaucoup d'entre eux ont des similarités avec les participants européens. Ceux-ci sont:

- **La qualité optimale des données** se produit lorsqu'il n'y a **pas de concurrence au niveau de l'agrégation ou de la consolidation** et lorsque les agrégateurs et consolidateurs exclusifs peuvent **utiliser l'autorégulation pour imposer des normes et appliquer uniformément des règles** à leurs membres.
- Une entité qui a la responsabilité exclusive de faire respecter les règles et normes relatives aux données CT doit être reconnue par la loi afin de pouvoir appliquer ses propres règles et lois; **l'autorisation réglementaire** de tout contributeur de cette entité devrait **dépendre** de son appartenance à l'entité et de sa **volonté de respecter ses règles**.
- Les entités ayant des **responsabilités exclusives ne devraient pas être en conflit** et leur **gouvernance nécessite une prise en compte équilibrée** des besoins des utilisateurs de données et des parties prenantes. Sinon, ils pourraient poursuivre des **modèles commerciaux** qui ne sont **pas dans le meilleur intérêt du marché en générale**.
- Un **consolidateur exclusif** peut être une priorité (pour l'Europe) car un consolidateur peut **travailler avec toutes les parties prenantes** du marché, y compris les différents agrégateurs, tandis que les agrégateurs ne fonctionnent que dans l'intérêt d'un sous-ensemble de participants.

L'utilisation principale des données officielles consolidées se produit lorsque:

- Il existe **une interface technique, contractuelle et tarifaire unique** pour **recevoir les données** des agrégateurs et également pour que le consolidateur **dissémine les données** au consommateur.
- Les sous données **ne sont pas acquises ou transmises** par le consolidateur **à des prix fixés par chaque agrégateur**. Au lieu de cela, les données CT sont vendues à un prix et les revenus générés sont **partagés** entre les agrégateurs en fonction de la valeur de chaque ensemble de données par rapport aux données CT globales.

Des informations suffisantes doivent être fournies dans les données CT pour que les utilisateurs puissent vérifier la liquidité actuelle et les intentions de négociation. Ces données devraient être définies dans la loi mais avec la flexibilité de prévoir pour des améliorations futures. Cela comprend:

- **Profondeur des données (3-5 niveaux)**, ce qui est **plus important qu'un seul BBO**.
- **Informations sur les événements administratifs et données fixing**.

Sans profondeur de données, **l'introduction de tailles de lots** devrait être envisagée en Europe ou le BBO devrait être déterminé par une seule action.

Des modèles de **répartition des revenus** partagés, basés sur la valeur des données, peuvent être utilisés pour faciliter la concurrence et entraîner des changements dans le comportement commercial et apport de liquidités. Ceux-ci doivent être soigneusement surveillés pour inciter les bons comportements et permettre une flexibilité d'adaptation.

L'utilisation obligatoire d'un système de publication pour une **meilleure exécution ne convient peut être pas à l'Europe** en raison de la structure sous-jacente du marché (par exemple, le manque de compensation et de règlement homogènes dans la région). Cela nécessite également des compromis entre les avantages concernant la taille des ordres de détail et celle des ordres institutionnels.

L'utilisation obligatoire d'un système de publication pour publier les données CT pour **les investisseurs de privés indépendants** est bénéfique et devrait leur être disponible gratuitement afin d'empêcher que des produits inférieurs soient développés et utilisés.

Les **constituants des données** CT doivent être clairement définis et compris pour une interprétation correcte des données et pour encourager une attitude optimale. Par exemple, si les TVs ont différentes manières de traiter les ordres par rapport, les données peuvent ne pas être facilement comparables. De même, s'il existe des tailles de lot minimales, cela peut changer il faut alors veiller à ce qu'elles n'affectent pas négativement le comportement en négociation.

Les agrégateurs et / ou consolidateurs doivent avoir des **procédures** et capacités **de réconciliation solides** pour pouvoir assainir les données. Cela comprend la visibilité bilatérale des transactions hors marché/hors pair.

Les données CT augmentent la transparence et réduisent les coûts. Cependant, il faut également tenir compte de l'effet de la transparence lors de l'exécution d'ordres importants sur des marchés non liquides, car la transparence peut amener les animateurs de marché à être moins disposés à engager du capital-risque pour faciliter une transaction.

8. L'ARCHITECTURE OPTIMALE POUR UNE CONSOLIDATION REUSSIE DES DONNEES EN EUROPE

Afin de répondre avec succès aux exigences critiques décrites au chapitre 4, l'architecture suivante est recommandée comme base optimale pour construire des données CT européennes et doit être considérée de manière globale (les compromis sont susceptibles de limiter le développement réussi des données CT):

- Un fournisseur **exclusif** de données consolidées (ECTP), qui n'est pas soumis à la concurrence et qui fournit un service, doit être créé. Il ne devrait **avoir aucun intérêt commercial conflictuel**.
- L'ECTP doit être **réglementé et habilitéé par ESMA** pour établir et **appliquer des normes de fonctionnement à l'échelle du marché** et un ensemble harmonisé de règles, y compris des amendes et autres sanctions qui ont un impact suffisant sur le comportement. Il devrait également être **reconnu par la loi** et être en mesure de faire respecter la réglementation sur les données du marché.
- Tous les agrégateurs de données devraient être des **membres obligatoires**, contribuer à son financement et suivre ses règles. Les QIFs et SIs devraient être autorisés à s'auto-agrégéer et à devenir également membres de l'ECTP.
- **L'autorisation** des activités continues d'un agrégateur doit être **directement liée** à son appartenance au PECT et à sa volonté de respecter les règles.
- **Une gouvernance équilibrée** de l'ECTP avec représentation et contribution de tous les utilisateurs est requise. Aucun intervenant ou groupe d'intervenants devrait exercer une influence injustifiée. Une majorité d'administrateurs indépendants est requise au conseil d'administration.
- L'ECTP doit pouvoir **acquérir et conserver** toutes les données pré, post-négociation, de fin de journée et historiques librement sans obligations contractuelles et à la même vitesse que les offres propriétaires.. Un **mécanisme de partage des revenus** entre les contributeurs, **en fonction de la qualité** de leurs groupes de données par rapport aux données consolidées globales, devrait être établi.
- **Des données suffisantes** sur les ordres pré-exécution et **événements administratifs** doivent être fournies au système de publication et doit être défini par la loi.
- L'ECTP **doit être en mesure** de surveiller la qualité des données, résoudre les problèmes et rapprocher les données rapidement. La déclaration au PECT devrait se faire en temps réel (**pas de gestion de report ailleurs**) et **la déclaration des transactions bilatérales**, avec un identifiant pour chaque coté de l'exécution, devrait être introduite pour les **transactions hors pair**.

D'autres **problèmes auxiliaires**, qui pourraient également être résolus pour **améliorer la viabilité** des données CT, comprennent l'augmentation du nombre **d'obligations éligibles** à la consolidation, l'harmonisation des règles de publication des obligations **et la séparation des formats de données RTS entre les obligations et produits dérivés**.

L'affichage de données CT gratuites aux investisseurs particuliers indépendants devrait être obligatoire.

Un ECTP pourrait offrir d'autres avantages en créant tels que régime de report dynamique pour les pointes de liquidité temporaires des obligations et en calculant et diffusant également des données de référence pour ESMA. Un **BBO officiel européen pondéré en fonction des volumes** pourrait être mis en place **si nécessaire**.

9. FAISABILITE, TECHNOLOGIE, COUTS ET FINANCEMENT DU MODEL

Les données CT pour les actions et les obligations **peuvent être fournies via la même structure organisationnelle ECTP** et un modèle technique de haut niveau. Cela permet de réaliser des économies d'échelle et offre une flexibilité pour l'introduction progressive de différents instruments et fonctionnalités au fil du temps.

L'ECTP aurait une **direction générale et personnel permanents** et un conseil d'administration composé de représentants des parties prenantes et d'administrateurs indépendants. Des conseils supplémentaires seraient sollicités par le biais de comités d'industrie concentrer sur les produits, exigences techniques et règles. Les détails opérationnels complets de l'organisation ECTP seraient déterminés par la structure de gouvernance et devraient porter sur:

- La définition de son **mandat, structure organisationnelle et commerciale, son orientation stratégique, son plan d'affaires et ses priorités**, ainsi que des normes, contributions, obligations, règles, responsabilités et exigences techniques.
- Création et gestion des **catégories d'adhérents**. Ceux-ci existeraient pour différents types de parties prenantes et chaque catégorie aurait des droits et obligations différentes.
- Application de ses **règles** et gestion des **modes** d'appel.
- Détermination du **coût commercial raisonnable** auquel les données devraient être vendues et la **répartition** appropriée et **mécanisme** contractuel de partage des revenus entre les contributeurs.
- Décisions sur la manière dont les **bénéfices** provenant d'autres activités devraient être distribués.
- Sélection du/des **fournisseur (s) de technologie externe** par le biais d'un appel d'offres concurrentiel.

On suppose que la technologie serait **sous-traité**. Toutefois, la concept technique de haut niveau pour fournir les données CT est possible en utilisant des solutions technologiques établies et devrait contenir:

- Plusieurs **«moteurs» avec une logique de traitement** de base seraient utilisés pour interagir avec d'autres composants et fournir une flexibilité «plug and play» dans l'architecture globale. Cela permettrait une **évolutivité** l'ajout au fil du temps de différents éléments fonctionnels ou classes d'actifs.
- **Algorithmes d'apprentissage automatique** pour identifier les anomalies de données.
- Utilisation du **cloud** pour l'archive des données historiques.
- Opérations dans **deux centres de données** en Europe, qui pourraient être étendues selon les besoins. Le choix de l'emplacement des centres de données serait déterminé par les parties prenantes de l'ECTP. La technologie combinée permettrait de traiter les données en quelques **dizaines de millisecondes**, mais les utilisateurs connaîtront des différences de latence en fonction de leur emplacement et donc un modèle technique qui assure un **horodatage précis sera critique**.

Les coûts et le financement de l'organisation, y compris la mise en place et le fonctionnement de la technologie externe décrite ci-dessus, sont estimés comme suit:

- Les **coûts de mise en place** de l'ECTP pour les actions et obligations seraient de l'ordre de **€11 millions** (9 millions d'euros pour les données post-négociation pour les actions et obligations et 2 millions d'euros supplémentaires pour les données pré-négociation pour les actions) .

- Le **financement de démarrage** pourrait être financé en prélevant une cotisation unique auprès des agrégateurs de données actuels et des SIs avec une contribution moyenne de **25 000 € par membre**.
- Les **frais de fonctionnement annuels** de l'entité pour toutes les classes d'actifs du périmètre sont estimés entre **6 et 7 millions d'euros**.
- Un financement récurrent de **7,5 millions** d'euros par an pourrait être obtenu avec une cotisation prélevée aux agrégateurs de données et SIs actuels d'une moyenne de **16 000 euros** par entité par an. D'autres revenus peuvent être générés par des services supplémentaires et des amendes.
- Si l'ECTP est géré sans but lucratif, tout **bénéfice non requis** pour de futurs investissements pourrait être **retourné aux membres**. Les revenus provenant de la vente de données seraient attribués aux utilisateurs de données et aux agrégateurs sur la base du régime de partage des revenus convenus.

10. DONNEES CONSOLIDEES DANS LE CONTEXTE DES MARCHES DE L'UE 27 (EX. UK)

L'impact du départ du Royaume-Uni de l'UE ne peut pas encore être pleinement évalué, mais la **nécessité de disposer de données CT sur les marchés de l'UE 27** sera **tout aussi importante** sans le Royaume-Uni car:

- Il n'y a **pas de différence** perceptible entre les **exigences en matière de données** et les questions soulevées par les participants **au sein de l'UE 27** et en **dehors de l'UE 27**. Les investisseurs qui souhaitent investir dans les marchés de l'UE 27 ont **toujours besoin de données CT de qualité** pour gérer leurs portefeuilles, leurs risques et leurs obligations réglementaires.
- Si le Royaume-Uni ne se voit pas accorder l'équivalence, il y aura **une prolifération de TVs, SIs, QIFs et APAs** basés dans l'UE, car les entreprises basées au Royaume-Uni chercheront une présence européenne. Cela **augmentera le nombre de sources de données** et **augmentera le nombre de transactions**, car les QIFs et SIs peuvent effectuer des transactions consécutives entre leurs entités européennes et non européennes afin de gérer les ordres et risques des clients.
- Spécifiquement pour les actions, l'obligation de négociation d'actions (STO) de MiFID II, qui garantit que les entreprises d'investissement de l'UE doivent diriger leurs transactions sur des actions de l'UE vers un TV ou un SI au sein de l'UE, signifie que les pools de liquidités sont **susceptibles d'être répartis** entre le Royaume-Uni et l'UE. Cela peut générer des **opportunités d'arbitrage** et **réduire la taille des échanges** sur les marchés LIT si les données ne peuvent pas être utilisées pour donner une image complète du marché. Cela contribuera à **accroître le volume des rapports transactionnels** et à mettre encore plus **l'accent sur l'importance de données de qualité avant et après la négociation**.
- Dans l'ensemble, **ces complexités de données augmenteront les coûts** et mettront en évidence la nécessité d'une consolidation.
- Dans le cas où le Royaume-Uni, ou un autre pays tiers, créerait **des pools de liquidités off-shore** pour les instruments de l'UE pour les investisseurs non membres de l'UE, les données CT seront essentielles pour aider l'UE à rivaliser contre le capital et la liquidité de ces investisseurs.

11. ANALYSE JURIDIQUE DE L'ARCHITECTURE/DESIGN PROPOSE

Le cadre législatif actuel **ne permet pas la mise en œuvre complète** de l'architecture et design proposées, en particulier en ce qui concerne **les données pré-négociation**. Cependant, certaines mesures importantes pourraient être prises dans **le cadre législatif actuel**. Elles sont:

- La Commission européenne (CE) peut exercer son pouvoir de demander à ESMA d'utiliser **sa procédure de passation des marchés publics** pour établir un PECT, en **précisant**

clairement qu'il devrait être géré comme un service non conflictuel, avec une gouvernance équilibrée, lui permettant de développer son propre carnet de procédures (y compris les normes) et conformité (y compris sanctions et pénalités) sous la surveillance d'ESMA. En utilisant ce mécanisme, des mesures peuvent également être prises pour garantir que:

- Les TVs et APAs pourraient être **mandatés pour être membres** de l'ECTP.
- Les données **post-négociation** en temps réel pourraient être librement obtenues auprès des membres et sauvegardées à des fins **historiques**. Le prix auquel les données CT pourraient être vendues aux utilisateurs finaux (après 15 minutes, ce serait gratuit) pourrait être déterminé et un **modèle convenu d'allocation des revenus** pourrait être créé afin de partager les revenus entre ceux qui contribuent aux données.

Un certain nombre d'améliorations pourraient également être apportées pour améliorer l'usage et la qualité des données:

- Avec la bonne volonté politique, **les règles actuelles de report des obligations pourraient être harmonisées**.
- L'AEMF pourrait **augmenter le nombre d'obligations** pouvant faire l'objet de rapports post-négociation.
- Les normes techniques de réglementation (RTS) **pourraient être modifiées et enrichies** pour spécifier des formats de données et des déclarations de transactions bilatérales, avec identifiants, pourraient être introduites pour les transactions unilatérales.

Cependant, les objectifs suivants ne peuvent être atteints sans d'autres **modifications législatives** ou une **nouvelle législation**:

- Consolidation des données **pré-négociation** car les TVs ne sont actuellement pas mandatés à soumettre des données pré-négociation à aucun CTP et les données pré-négociation ne sont pas définies par la loi.
- **Pleine reconnaissance** de l'ECTP et **délégation** de pouvoirs pour lui permettre d'appliquer les lois sur les données de marché.
- **Lier juridiquement l'autorisation des agrégateurs** avec l'exigence qu'ils soient membres de l'ECTP.
- **Obliger les générateurs de données** tels que les SIs à être membres de l'ECTP (bien qu'ils puissent devenir des membres volontaires ou l'ECTP pourrait également devenir un APA).
- **Assurer la cohérence complète** des données soumises par les TVs et SIs, car ils ne sont pas soumis aux mêmes régimes de transparence avant et après négociation.
- **Introduction d'une règle d'affichage des fournisseurs** pour les investisseurs particuliers.
- **Délimitation formelle** entre les instruments européens et non européens.

Pour aller de l'avant, la CE est confrontée à deux alternatives possibles qui présentent toutes deux des avantages et des inconvénients:

Option 1: commencer la création d'un PECT sous la législation actuelle

- + L'élaboration et la mise en œuvre initiales des données CT pourraient progresser, mais **nécessitent des spécifications très claires et une gestion minutieuse** des procédures d'approvisionnement. Des étapes importantes seront nécessaires pour finaliser les décisions et mesurer les progrès.
- + Les parties prenantes devraient acquérir **une expérience pratique précieuse** dans la mise en œuvre des données CT et la résolution des problèmes. Cette expérience pourrait être utilisée comme preuve de concept pour un ECTP reconnu dans la future législation. Cependant, l'ECTP n'a peut-être pas tous les pouvoirs nécessaires pour améliorer la qualité des données et les parties prenantes ne coopéreront peut-être pas ou ne s'entendront pas sur certains points.

- **Le marché boursier** devrait **s'adapter à un état hybride** et pourrait avoir du mal à établir et à consommer des données CT post-négociation alors que les données pré-négociation sont prises via des flux directs.
- Il existe un **risque** que la **législation** requise pour fournir l'intégralité des données CT et l'ECTP **ne soit pas atteinte** ou soit réalisée d'une manière **inconsistante** avec le concept initial.

Option 2: différer tout développement jusqu'à ce que le cadre législatif complet soit en place

- + La livraison de toute forme de données CT serait **retardée**, mais à terme, le système de publication pourrait être créée, conçue avec **plus de certitude réglementaire**.
- **L'expérience** pratique et les connaissances acquises dans le cadre de l'option 1 seraient **perdus**.
- Les acteurs de marché ont besoin d'une amélioration des données dès que possible. Un changement législatif pourrait prendre **trop de temps**, ou un **lobbying considérable et des intérêts particuliers** pourraient avoir un impact sur le concept proposé et **discréditer son intégrité, utilité et viabilité**.

12. CONCLUSIONS ET ACTIONS RECOMMANDÉES

Il existe une **forte demande** de données CT et **les avantages de la distribution des données l'emportent clairement sur le coût de leur implémentation**. Une source officielle de données CT pour les marchés de l'UE à 27 pourrait être encore plus importante une fois que le Royaume-Uni quitte l'UE.

Il est **impossible de s'attendre** à l'émergence de **plusieurs consolidateurs de données commerciaux concurrents** à ce stade de l'évolution du marché. C'est parce que les données fondamentales qui doivent être consolidées résident parmi de nombreuses entités commerciales concurrentes, certaines avec des leviers économiques et conflits d'intérêts disproportionnés, ainsi que des contrôles de qualité, modèles de données et interfaces inégales, le tout dans le cadre d'un modèle fédéré de supervision et d'application parmi plusieurs juridictions.

Le **concept optimal** d'un tel système passe par un **fournisseur exclusif de données consolidées** qui est exécuté comme un **service** et rassemble les participants de données afin de résoudre les défis actuels de la consolidation.

La solution complète ne peut pas être mise en œuvre sans des modifications législatives. Il y a des avantages et des inconvénients manifestes à commencer le développement de la consolidation dans le cadre législatif actuel au lieu d'attendre une nouvelle législation. Cependant, la réalisation envisagée des données CT pour l'UE est déjà attendue **depuis longtemps**. Un nombre suffisant d'intervenants semblent être prêts à **s'engager** pour aider à la concrétiser et ne pas **retarder davantage le risque** qu'elle ne soit pas du tout livrée. L'action recommandée est:

- La CE devrait suivre l'option 1. Elle devrait exercer son pouvoir avec MiFID II pour demander à ESMA d'utiliser son pouvoir pour suivre des paramètres clairement identifiés et établir un CTP exclusif (ECTP) pour les données post-négociation dès que possible.
- ESMA et les ANCs devraient être encouragées à revoir les règles liées au report des obligations d'État et à reconsidérer l'approche progressive de l'évaluation de la liquidité des obligations.
- La CE devrait également chercher à introduire des modifications législatives pour appuyer le PECT pour la consolidation des données avant et après négociation.

AVIS JURIDIQUE

Ce document a été préparé pour la Commission européenne, mais il ne reflète que les opinions de ses auteurs et la Commission ne peut être tenue responsable de l'usage qui pourrait être fait des informations qui y sont contenues.

La Commission européenne n'est responsable d'aucune conséquence découlant de la réutilisation de cette publication.

Luxembourg : Office des publications de l'Union européenne, 2020

© Union européenne, 2020

La réutilisation est autorisée à condition que la source soit mentionnée. La politique de réutilisation des documents de la Commission européenne est régie par la décision 2011/833/UE (JO L 330 du 14.12.2011, p. 39).

Pour toute utilisation ou reproduction de photos ou d'autres matériels qui ne sont pas soumis au droit d'auteur de l'Union européenne (*), il faut demander l'autorisation directement aux détenteurs du droit d'auteur.

PDF ISBN 978-92-76-12114-5 doi 10.2874/337402 EV-02-19-850-FR-N

ENTRER EN CONTACT AVEC L'UE

En personne

Dans toute l'Union européenne, il existe des centaines de centres d'information Europe Direct. Vous pouvez trouver l'adresse du centre le plus proche de chez vous à l'adresse suivante: https://europa.eu/european-union/contact/meet-us_en

Au téléphone ou par courrier électronique

Europe Direct est un service qui répond à vos questions sur l'Union européenne. Vous pouvez contacter ce service:

- par Freephone: 00 800 6 7 8 9 10 11 (certains opérateurs peuvent faire payer ces appels),
- au numéro standard suivant: +32 2 299 96 96, ou
- par courrier électronique via: https://europa.eu/european-union/contact_en

TROUVER DES INFORMATIONS SUR L'UE

En ligne

Des informations sur l'Union européenne dans toutes les langues officielles de l'UE sont disponibles sur le site web Europa à l'adresse suivante : https://europa.eu/european-union/index_en

Publications de l'UE

Vous pouvez télécharger ou commander des publications gratuites et payantes de l'UE à l'adresse suivante

<https://publications.europa.eu/en/publications>.

Vous pouvez obtenir plusieurs exemplaires des publications gratuites en contactant Europe Direct ou votre centre d'information local (voir https://europa.eu/european-union/contact/meet-us_en).

Droit européen et documents connexes

Pour accéder à l'information juridique de l'UE, y compris l'ensemble du droit communautaire depuis 1952 dans toutes les versions linguistiques officielles, consultez EUR-Lex à l'adresse suivante : <http://eur-lex.europa.eu>

Données ouvertes de l'UE

Le portail de données ouvert de l'UE (<http://data.europa.eu/euodp/en>) donne accès à des ensembles de données de l'UE. Les données peuvent être téléchargées et réutilisées gratuitement, à des fins commerciales et non commerciales.

