

## Interdiction du PFOF (Payment For Order Flow) en Europe : Enjeux, Perspectives et Adaptations

- Introduction par Michel COJEAN, *délégué général de l'AEFR*

Le PFOF est un mécanisme qui permet à un courtier d'être rémunéré par un autre intermédiaire et non par ses clients investisseurs pour des ordres qu'il s'engage à lui confier et qui ne passent pas par un marché réglementé. Il s'agit d'une pratique, inégalement répandue en Europe, qui pose un certain nombre de questions opérationnelles et de principe, notamment en termes de transparence du marché.

Deux facteurs récents ont conduit l'AEFR à organiser une réunion sur cette thématique. En mai dernier, l'AEFR a publié un debate paper qui soulevait la question de la cohérence imparfaite entre la volonté d'une intégration financière européenne et la flexibilité laissée à l'échelon national. Par ailleurs, fin juin, le Conseil de l'UE et le Parlement européen ont trouvé un accord sur la pratique du PFOF, ou plutôt sur l'interdiction à terme : le compromis trouvé établit une interdiction de la pratique avec possibilité d'exemptions jusqu'au 30 juin 2026 pour les clients des juridictions où le PFOF avait déjà été autorisé

Il a donc semblé utile de réunir un panel pour évoquer les conséquences à attendre de la nouvelle réglementation européenne en termes de modèles opérationnels, et les conséquences plus institutionnelles pour la construction de la CMU, en faisant intervenir :

- Robert OPHELE, Président de l'Autorité des Normes Comptables (ANC)
- Pervenche BERES, Présidente de l'AEFR
- Delphine D'AMARZIT, Directrice générale d'Euronext Paris
- Philippe GUILLOT, Secrétaire Général adjoint de l'AMF, en charge de la Direction des données et des marchés
- Jean-Philippe CAVROIS, Président de l'Association Française des Produits d'Investissement de détail et de bourse (AFPDB) et Senior strategic advisor à la Société Générale
- Matthias BACCINO, Markets Group Lead chez Trade Republic

### Robert Ophèle

Le Payment For Order Flow ou PFOF consiste, pour le courtier par qui la clientèle retail passe des ordres de bourse à les diriger systématiquement et contre rémunération vers un intermédiaire qui exécute l'ordre sans passer par un marché réglementé fonctionnant sur la base d'un carnet d'ordre.

La question du PFOF, qui concerne essentiellement le marché des actions, nous a mobilisée pour plusieurs raisons.

- d'abord parce que le mécanisme du PFOF affecte en profondeur la microstructure des marchés et les mécanismes de formation des prix
- ensuite parce qu'il a une influence sur le service rendu aux clients : commission faible ou nulle mais interrogation sur la meilleure exécution
- enfin parce qu'il constitue un cas d'école dans la dynamique du marché unique et de l'Union des Marchés de Capitaux.

Un mot sur ce dernier aspect car il est spécifique à l'Union Européenne. On le sait les avis divergent sur la pertinence des modèles de PFOF et de fait dans l'Union Européenne, au-delà de l'obligation peu documentée d'assurer la meilleure exécution des ordres des clients, certains pays interdisaient le PFOF, de jure comme les Pays-Bas ou le Royaume-Uni, ou de facto comme la France, alors que d'autres comme l'Allemagne l'autorisait.

Avec le développement de l'activité transfrontière des brokers et en particulier avec l'essor des néo-brokers, la pratique du PFOF qui étant essentiellement nationale a changé de dimension. Dans une zone où les prestataires de services financiers disposent quasi automatiquement d'un passeport pour proposer leurs services dans l'ensemble des pays de l'Union, cette hétérogénéité dans l'acceptation du PFOF était à l'évidence insoutenable puisqu'un pays qui interdisait à ses brokers de pratiquer le PFOF voyait son marché (à la fois sa clientèle de détail et ses titres) ouvert aux brokers d'un autre pays de l'Union qui lui acceptait le PFOF, et ce sous le seul contrôle du superviseur de ce pays.

Les débats furent difficiles entre ceux qui préconisaient une interdiction générale et ceux qui souhaitent une autorisation mieux encadrée. On le sait la solution retenue fin juin est celle d'une interdiction à compter du 30 juin 2026. Mais ce qui a motivé notre papier en avril, c'était l'apparition d'un possible compromis autour d'une solution dans laquelle le PFOF serait autorisé dans les seuls pays qui l'accepteraient, donc avec une interdiction de passer un service fondé sur le PFOF dans des pays qui le refuseraient. Au-delà des problèmes opérationnels associés à un tel modèle, nous avons considéré qu'il fallait le combattre car, alors que la revue de MiFIR avait vocation à être un pas vers l'Union de nos marchés de capitaux, il y avait là, au contraire, au mieux un élément de fragmentation du marché, voire une incitation à un alignement généralisé vers le bas, en tout état de cause une méconnaissance de la tendance lourde à la digitalisation des transactions et à la « plateformes » des prestations de services. Bien entendu si ce chemin d'accepter la coexistence d'approches nationales différentes était retenu pour la gestion des ordres de bourse des clients, cela pouvait servir de précédent dans d'autres domaines et in fine sonner le glas des ambitions d'Union des Marchés de Capitaux.

La raison a prévalu et cette approche « nationale » ne sera donc que transitoire pour permettre aux acteurs des marchés concernés par l'interdiction d'adapter leur business modèle. Il ne s'agit pas ce matin de refaire le match mais d'analyser quelles seront les conséquences de cette interdiction sur la microstructure des marchés, sur les relations avec les clients de détail et comment cet épisode peut nous servir dans le débat qui s'ouvre sur la Retail Investment Strategy et la question des inducements.

Avant de passer la parole à mes collègues, je voudrais dire un mot de la situation aux Etats-Unis. On le sait le débat sur la pertinence du PFOF avait été ouvert à la suite de l'affaire GameStop et de l'examen des relations entre Robinhood et Citadel. Une interdiction du PFOF avait alors été envisagée en 2021. Finalement la SEC n'a pas retenu directement cette approche mais elle souhaite à la fois renforcer l'encadrement de la best execution et mettre en place une obligation de soumettre les ordres des clients de détail à un mécanisme d'enchères ouvertes et donc l'impossibilité dans de nombreux cas de réserver ces flux clients à une plateforme spécifique. Ces propositions - « Regulation Best Execution » et « Order Competition Rule » - ont fait l'objet d'une consultation publique de fin décembre 2022 à fin mars 2023 et doivent déboucher sur une réglementation en avril 2024. Dans mon esprit, une approche « à l'américaine » n'aurait été possible dans l'Union qu'avec un superviseur unique mais pas avec 27 superviseurs nationaux coordonnés de façon plus ou moins précise par l'ESMA.

Je vous propose donc d'organiser notre échange en deux temps, le premier sur les conséquences que l'on peut

attendre de cette nouvelle réglementation européenne, le second sur les enseignements que nous pouvons tirer du traitement du PFOF pour l'émergence d'une réelle UMC.

## Matthias BACCINO

Le contexte dans lequel le débat réglementaire sur le PFOF a lieu, et dans lequel le débat autour de la Retail Investment Strategy s'inscrit, est celui de trois impératifs contradictoires auxquels l'Union européenne doit répondre. Le premier est un besoin de souveraineté, celui d'avoir des places de marché réglementées fortes. Cela implique, pour pouvoir faire venir la liquidité et donc les acteurs institutionnels sur les marchés réglementés, la présence des flux non informés des particuliers dans les carnets d'ordre. Le deuxième enjeu, c'est le mur des retraites et la nécessité d'une meilleure utilisation de l'épargne des Européens au service de l'économie réelle par le biais d'un investissement en bourse bien plus massif que ce qu'il est aujourd'hui, puisque l'avenir du système de retraite par répartition ne peut être assuré en Europe que si on y ajoute un élément de capitalisation. Le troisième enjeu est celui de garder en Europe sur des plateformes européennes l'épargne des Européens ; c'est là aussi un enjeu de souveraineté majeur, et dans ce contexte les éléments de compétitivité et de compétition entre places de marché en Europe sont déterminants.

Dans le cadre du débat autour de MiFIR et de la réglementation du PFOF, l'UE a fait un choix légitime d'ajouter un mécanisme de compétition supplémentaire avec le registre centralisé des cours (la consolidated tape) au détriment de la participation des investisseurs particuliers grâce à un autre mécanisme de compétition entre places de marché qui était le PFOF. On a ainsi ajouté un élément de compétition et retiré un, ce qui permet d'avoir une approche sans doute équilibrée entre les trois impératifs.

Quelles conséquences pour Trade Republic ? L'enjeu majeur de la participation des particuliers européens, et particulièrement des jeunes puisque 80% de ses clients ont moins de 35 ans, est un enjeu tarifaire (quand un foyer moyen en Europe peut mettre de côté 300 € par mois et mettons 50% dans un investissement risqué, s'il a 5 € de frais tous les mois sur 100-150 € d'investissement, ça ne fait pas de sens économique : la performance à long terme se trouve noyée et on aboutit à une faible participation aux marchés financiers). Trade Republic n'a pas retenu de hausse des tarifs puisque le modèle d'affaires est suffisamment équilibré et permettra de fonctionner sans le PFOF. Il y a tout de même un enjeu technologique majeur à court terme pour être en capacité de séparer les flux venant de clients allemands sur lesquels le PFOF sera encore possible jusqu'au 30 juin 2026 et les flux venant de clients non-allemands, pour lesquels le PFOF ne sera plus possible. Ce n'est pas un enjeu technologique extrêmement complexe : il y avait un seul canal, ce qui permettait l'efficacité opérationnelle, et pendant deux ans il y en aura deux, sans modifier le lieu d'exécution final des ordres. Ceci s'appliquera quelles que soient les actions, européennes ou américaines par exemple, et seulement en fonction du lieu d'établissement du client. L'interdiction du PFOF n'est donc pas un gros problème pour le modèle d'affaires de Trade Republic. En revanche, il existe des acteurs dont la survie dépend très largement du PFOF - ce sont des acteurs pour lesquels le conflit d'intérêts est plus élevé et les autorités de régulation, notamment Chypre ou Malte, beaucoup plus faibles - et qui vont cavoier des difficultés, ce qui est sans doute une bonne chose.

L'enjeu majeur de l'implémentation de MiFIR pour les particuliers européens est l'émergence de la consolidated tape. Il est impossible de séparer la discussion autour du PFOF de celle sur la consolidated tape. Il pesait un doute pendant la négociation sur le PFOF sur un possible impact négatif sur les frais implicites payés par les particuliers

: celui-ci n'a jamais été démontré, bien au contraire. La mise en place de la consolidated tape et de la comparaison en temps réel permettra de créer de la transparence. Pour les millions de jeunes européens qui souhaitent investir parce qu'ils ont conscience de la fragilité de leur avenir financier, cette transparence sera la bienvenue puisqu'elle permettra d'avoir une vision claire et complète de la best execution en temps réel, et ainsi d'établir la confiance qui devrait conduire à une plus forte participation des investisseurs particuliers en Europe. De nombreux acteurs ont intérêt à ce que cette consolidated tape voie le jour le plus tard possible et de la manière la plus faible possible, mais Trade Republic sera vigilant avec d'autres sur une mise en place rapide et efficace.

## Delphine d'Amarzit

La terminologie est importante. Il y a une définition juridique européenne des marchés réglementés, avec un label assez facilement obtenu par une multiplicité de plateformes, et il y a la notion de marché primaire qui est le principal marché réglementé, avec le carnet d'ordre principal et une véritable compétition des ordres, et qui constitue le marché de référence pour fixer les prix. Certains marchés réglementés n'auraient pas forcément ce label dans tous les pays. Il faut des marchés réglementés puissants, dans une logique de souveraineté, mais pas n'importe lesquels. Ces marchés réglementés sont en compétition déjà et Euronext l'accepte tout à fait. Il y a une certaine différence entre les marchés sur lesquels il y a une transparence ex ante des ordres, et les autres dans lesquels il y a plus ou moins de profondeur et de concurrence avec des carnets d'ordre de toute taille. Au-delà des enjeux métiers et de souveraineté, il y a un enjeu de qualité de marché : la mise en compétition des plateformes s'est accompagnée d'une importation des prix avec un impact sur la qualité de formation des prix principaux.

Le débat sur le PFOF a rebondi avec l'affaire GameStop aux États-Unis, mais est en fait plus ancien. Le concept de paiement pour flux d'ordres a été inventé par Bernhard Madoff dans les années 80, qui est le premier à avoir payé des investisseurs pour exécuter leurs ordres. Dès 2012, la FCA est la première à interdire le PFOF, tandis qu'en Europe, il y avait une variété de situations. On a aux États-Unis une version extrême des conséquences d'un paiement pour flux d'ordres généralisé et de privatisation des flux retail, avec pour conséquence pratique l'émergence d'un duopole (Schwab et Citadel) qui fait que les flux retail ont entièrement disparu des plateformes multilatérales. Pourtant les flux dits « non informés » des particuliers apportent une grande qualité au carnet d'ordres, qui aura une qualité dégradée s'ils sont retirés de ces carnets.

Les particuliers sont globalement moins informés, et leurs flux doivent être récompensés pour cela, puisqu'ils sont recherchés. Il y a différentes manières de les récompenser. La manière de PFOF, c'est dire à un intermédiaire qui apporte les ordres qu'on va le payer pour cela, en traitant en bilatéral. Si les gens sont prêts à payer, c'est que ça a une valeur qui est ce qu'on va gagner sur l'exécution. Ensuite, est-ce que la plateforme qui se présente aux clients va, elle, rendre cet avantage intégralement ou pas intégralement ? En réalité, forcément pas intégralement, parce qu'elle a des frais.

Si les plateformes qui ont innové dans le marketing et dans le fait d'approcher globalement un marché plutôt que de manière fragmentée, etc., ont un modèle qui survit au PFOF, tant mieux, cela veut dire que c'est solide. Certaines études montrent tout de même que finalement les coûts implicites sont importants. Il y a donc vraiment deux choses : la situation du retail en tant que telle, avec les avantages et désavantages de ce système, et la question plus générale de qualité de marché. L'ESMA avait publié une interprétation solide sur la pratique du PFOF, mais elle n'a pas été appliquée de manière uniforme dans l'Union. On a d'autres raisons de craindre la

bilatéralisation du marché, à l'œuvre également sur les flux institutionnels. Ce n'est ainsi pas la fin de cette histoire et de ce combat, mais c'est important qu'on ait pu atterrir sur quelque chose qui remet en tout cas un élément directionnel à la discussion.

Dans un environnement PFOF existe le risque d'une segmentation des ordres retail entre les ordres agressifs qui proposent de prendre le prix au marché en allant sur les plateformes bilatéralisées - ce sont les ordres les plus intéressants puisque ce sont les plus non-informés qui vont pouvoir rencontrer le spread qui se présente - et les ordres passifs qui ont mis une limite et risquent moins de se faire moins bien traiter. Euronext a mis en place une solution pour rester dans le carnet et organiser une compétition favorable qui permette de rétrocéder de la valeur aux clients avec un système d'amélioration dit « Best of book » : les market makers sur « Best of book » doivent fournir une amélioration de prix, qui sera visible dans les coûts implicites avec un meilleur spread ; au cas où cette amélioration de prix n'est pas possible, le carnet d'ordres en général est là pour assurer le meilleur prix disponible à ce moment.

Un élément métier important est le dynamisme qu'insufflent les plateformes avec des nouvelles manières de présenter les actions, de recruter des nouveaux clients, etc. Mais si le système plus général d'intermédiaires de marché n'est pas bénéficiaire et ne sait pas lui-même se renouveler, on aura perdu une bonne partie de la clientèle. Il faut mener les deux combats, et il faut que les systèmes primaires s'adaptent pour le leur permettre. Il ne faut pas aboutir à une segmentation en deux marchés : un marché « platformisé » développé avec le PFOF et le reste du marché en attrition. Les brokers retail historiques et récents doivent pouvoir trouver leurs modèles dans un système multilatéral, et on devrait aller vers des systèmes de mise en concurrence de market maker sur toutes les plateformes, celles du carnet d'ordres évidemment mais aussi les autres.

## Jean-Philippe Cavois

Les produits de bourse suivis par l'AFPBD sont les produits structurés d'un côté - notes structurées qui, à la différence des obligations à taux fixes, versent un coupon qui est le résultat d'un scénario - et les dérivés titrisés - options titrisées, en gros des warrants et des turbos avec un effet de levier. Ce sont des produits à grosse liquidité et traités par une clientèle expérimentée, finalement assez limitée.

Il y a plusieurs objectifs à concilier. En premier lieu l'objectif de la libre concurrence entre les places de marché comme entre les fournisseurs de services et entre les produits. Le deuxième objectif est l'efficacité des places de marché et la qualité du mécanisme de la découverte du prix. Il faut rappeler que les marchés fonctionnent, en tout cas pour les marchés actions, majoritairement en Europe, avec des modèles de carnets d'ordres central. L'histoire n'a pas toujours été celle-là, et cela signifie qu'il y a différentes façons d'organiser des modèles de marché pour obtenir l'efficacité. Il faut se garder d'une vision trop binaire des modèles de marché qui sont souvent un peu hybrides, avec un carnet d'ordre central et parfois des apporteurs de liquidité. Concurrence et efficacité sont deux aspects également importants pour l'accès des particuliers au marché et le financement de l'économie. On pourrait ajouter le principe de la subsidiarité, qui consiste à rechercher une construction européenne sans que tout soit nécessairement décidé à Bruxelles pour un benchmark unique, mais en gardant une souplesse nationale, au risque sinon de casser la diversité de l'offre, sans toutefois multiplier les exceptions ou aboutir à des régimes qui fonctionnent totalement différemment,

Il faut rappeler que les ordres retail ne sont pas issus d'une génération spontanée : il n'existe pas un stock d'ordres

retail dans lequel les banques, les courtiers ou Euronext pourraient puiser. Pour tout ordre, il y a eu quelqu'un pour le contact avec le client, et parfois son éducation, et qui l'a amené à avoir envie de passer un ordre. Pour les ordres retail, il faut disposer d'un écosystème sain qu'il faut entretenir : il faut que l'envie suscitée chez le client d'aller vers tel ou tel instrument soit une envie sainement générée.

Il faut accepter la décision d'interdiction du PFOF. Il demeure tout de même une population de produits et un type de service qui n'est pas dans cette interdiction. Pour les produits de bourse particulièrement, nous avons une logique de free trade sur ces fameux dérivés titrisés listés, dont le prix dépend d'un modèle qui est généralement un modèle de type de Black & Scholes et puis marge. C'est un modèle qui ne peut pas fonctionner sans une logique de tenue de marché, et on a ainsi besoin d'acteurs qui apportent cette liquidité, en continu, et avec des prix identiques quelles que soient les plateformes.

Une habitude s'est installée chez les clients sur ces produits de voir un accès aux produits à des tarifs payés directement d'exécution faibles ou nuls, dans un mécanisme dans lequel il y a une rétrocession : le producteur du produit prend sur sa marge et redonne au courtier de manière à ce que le client puisse se voir rembourser ses frais d'exécution. Ce mécanisme-là est totalement différent d'un mécanisme dans lequel le courtier empoche purement et simplement une enveloppe pour acheter un flux. Ce point constitue un débat qu'on va retrouver dans la RIS sur les inducements. Il faut une pérennité des free trades - avec tous les garde-fous qu'il faudra mettre et dans une optique de partage de marge entre le producteur et le distributeur dans une logique exclusive de remboursement des frais d'exécution du client et non une logique de surcompensation d'un courtier.

## Philippe Guillot

Le PFOF est un modèle extrêmement puissant et attractif. À partir du moment où il est autorisé quelque part, il a tendance à se développer et à cannibaliser tout le reste : on a ainsi vu aux États-Unis qu'on ne peut plus traiter en dehors du PFOF. Si le PFOF avait été autorisé en Europe, il est évident que tous ceux qui ne le pratiquent pas auraient dû en faire, comme une condition sine qua non de leur survie. Le modèle étant très puissant, il amène aussi vers une concentration : aux États-Unis, deux intervenants majeurs capturent les deux tiers du business.

Ce modèle très fort pose différentes questions comme celle du levier, qui constitue un bel outil pour extraire des revenus des clients et incite à amener les clients traitant des produits vanille (actions, ETF...) vers des produits plus leveragés procurant une marge supérieure. C'est toujours le cas, PFOF ou pas, si ce n'est que celui-ci joue sur la perception du coût de produit : si les coûts de frottement sont extrêmement élevés, on ne va quasiment pas traiter, et cela gèle le marché. Le « zéro frais » du PFOF crée une incitation forte vers des taux de rotation très élevés et vers des produits beaucoup plus leveragés. Or, l'investissement sur les marchés financiers devrait être orienté vers le long terme. Il peut certainement y avoir une utilité des produits dérivés, par exemple dans des opérations de hedging, d'arbitrage de portefeuilles, etc, mais ça ne doit pas être le fonds de portefeuille. Le risque du PFOF, si on avance vers les dérivés, c'est d'entraîner vers la partie la plus dangereuse des marchés des gens dont l'éducation financière n'est pas forcément bonne et qu'il faudrait éduquer.

La question de la faible éducation financière est reflétée par exemple dans la manière dont sont passés les ordres retail. La proportion du marché qui se fait au fixing de clôture, là où se fait la confrontation entre un maximum d'ordres, a très significativement augmenté ces dernières années et se situe à 47 %, contre seulement moins de 1 % des ordres du retail, qui va traiter de manière plutôt erratique, parfois en dehors des heures de marché, mais

quasiment pas au fixing. Cela veut dire que le retail n'est pas vraiment sensible aux arguments de price formation process, la confrontation de l'ordre et de la demande qui forme les prix, mais qu'il privilégie l'immédiateté et la commodité. Un processus éducatif ne fonctionne pas bien si on ne met pas un réel prix sur les choses. Par construction, le retail sera toujours moins éduqué alors qu'il sera toujours extrêmement attractif pour les intermédiaires, vu qu'il constitue un flux moins informé. Le PFOF est un des instruments, mais pas le seul, qui permet de dériver ce flux retail du processus de formation des prix, et participe ainsi à une dégradation du processus de formation des prix. Or, si on n'a pas de flux retail arrivant sur le carnet d'ordres centralisé, les assets managers iront moins sur le carnet d'ordres centralisé parce que la toxicité moyenne du flux va augmenter et ils se retrouvent avec des acteurs plus informés qu'eux, ce qui les conduit à aller traiter dans le dark, et on aboutit à un phénomène qui s'auto entretient de dégradation du processus de formation des prix.

Par ailleurs, un mécanisme comme le « Best of book » est préférable au PFOF, mais n'est pas totalement satisfaisant, parce qu'il débouche sur une captation du flux retail par les market makers : ceux-ci doivent bien fournir une amélioration de prix, mais l'amélioration de prix, pour que ce soit rentable pour les market makers, doit naturellement être inférieure aux gains espérés.

En ce qui concerne l'hybridation, il faut vraiment faire la différence entre les marchés - le sous-jacent - et les marchés dérivés. Sur les marchés dérivés, il y aura très souvent des market makers, mais sur des instruments plus liquides de sous-jacents, on peut se poser la question de l'apport réel de ceux-ci et ce qui se passe si on les autorise à capturer le flux en amont du carnet centralisé, même si cela dépend évidemment de la liquidité du produit. Pour les flux qui arrivent en dehors des heures de bourse, il faudrait conseiller au client d'attendre le fixing d'ouverture dans un processus d'éducation financière. Quelle est alors la situation idéale ? En fin de compte, cela dépend de ce qu'on qualifie par liquidité. Ce n'est pas forcément les volumes en brut sur les marchés. Ce n'est en tout cas pas le PFOF qui crée de la liquidité.

## Robert Ophèle

Il est clair que les flux retail, il faut aller les chercher, et la gratuité est un élément favorable, même s'il peut y avoir des effets pervers. On va la retrouver la discussion que l'on a eue autour du PFOF dans d'autres domaines de la Retail Investment Strategy, par exemple sur les inducements, et de façon plus générale sur l'Union des Marchés de Capitaux. Il a été évoqué la piste d'une forme de subsidiarité, mais dans une union des marchés de capitaux, on ne peut pas pousser la subsidiarité trop loin, parce que cela amène à une fragmentation évidente.

## Mathias Baccino

Il faut revenir sur les trois impératifs contradictoires auxquels l'Union européenne fait face. Premièrement, maximiser la participation des particuliers aux marchés financiers pour améliorer leur sort à long terme dans une perspective de l'amélioration de la retraite par capitalisation. Deuxièmement, garder l'épargne des Européens autant que possible en Europe, sur des plateformes européennes et non pas américaines. L'enjeu pour l'UE va être de décider de ses priorités et de les hiérarchiser. Dans le cadre de la revue de MIFIR, de l'interdiction du PFOF et de la création de la consolidated tape, l'UE a eu un positionnement équilibré entre le fait de favoriser la participation des particuliers grâce à davantage de transparence créée par la consolidated tape et le fait de préserver malgré tout les marchés réglementés à carnet d'ordres en interdisant le mécanisme de compétition qui était le PFOF. Il va falloir que l'UE, dans le cadre de la réflexion sur la Retail Investment Strategy, choisisse et



décide de ce qu'elle souhaite préserver, protéger, développer. Puis il va falloir que l'UE choisisse un positionnement clair sur les notions de concurrence : la concurrence est-elle un mécanisme encore souhaité sur ces sujets par l'UE comme un mécanisme louable ? Euronext comme la Deutsche Börse sont des entreprises privées, et même si privatisation peut être entendue au sens extraction de ce qu'on appelle le marché public, au sens économique et pas de détention du capital, et donc de sortie du multilatéral, il va y avoir un enjeu important de savoir si on souhaite préserver des mécanismes de concurrence en Europe.

Enfin, dans le cadre de la discussion sur la RIS, il faut une approche de la réglementation fondée sur des preuves et faits établis et non pas des a priori, et que des think tanks indépendants soient soutenus pour créer du savoir et mettre à disposition de chercheurs les données. A nouveau, l'enjeu prioritaire dans une perspective humaniste, c'est que les particuliers aient une retraite qui ne s'effondre pas à partir de 2045 en Europe, contrairement à la trajectoire actuelle.

Il a été dit que le Payment for Order Flow pourrait cannibaliser d'autres flux. Des acteurs comme Trade Republic ont créé des millions de nouveaux investisseurs particuliers en Europe achetant des actions ou des ETF, pour la plupart en automatisant et en investissant des petites sommes tous les mois. Plus de 50% des clients de Trade Republic en Europe n'avaient jamais investi auparavant. Les dispositifs nouveaux qui ont émergé de la mise en concurrence entre places de marché, plateformes comme Trade Republic, et MTF ont contribué à cette émergence. Est-ce que la concurrence est encore considérée par l'UE comme un mécanisme sain pour favoriser l'émergence d'une génération d'investisseurs particuliers ? L'avenir va le dire assez rapidement.

Il faut insister sur un élément essentiel et qui a été terriblement absent du débat autour de la négociation MiFIR, celui du concept de meilleure exécution. La best execution est une obligation qui porte sur deux types de frais : les frais explicites et les frais implicites. La création ex ante de la consolidated tape va permettre enfin aux particuliers de comparer. Même si elle sera utilisée surtout par les superviseurs pour vérifier la best execution et non directement par les particuliers, c'est une information qui permettra de lever le doute et créer de la transparence si les courtiers ou les plateformes, après chaque transaction et de façon volontaire comme le fera Trade Republic, fournissent à leurs clients de manière lisible un comparatif entre le prix auquel ils ont été exécutés et le European best bid offer.

Enfin, sur la Retail Investment Strategy, le plus important pour améliorer le sort des Européens à moyen terme est de maintenir une Union des Marchés de Capitaux forte. Pour cela aussi, la seule solution rationnelle est d'avoir une approche basée sur des faits, des études, et des données, et sortir des a priori idéologiques.

## Delphine d'Amarzit

Trois points peuvent être retenus du débat sur le PFOF. Le premier, c'est un angle mort dont on n'a pas débattu, parce qu'il concerne les institutionnels, mais va être un fait marquant de la révision de MiFIR, qui est un blanc-seing donné au développement des internalisateurs systématiques. On sort là du domaine retail, et on est dans un autre type de privatisation, au sens bilatéralisation. Cela va renforcer les grands brokers internationaux, américains au premier chef, et on va accentuer la cannibalisation. On a fermé un risque d'aller vers l'extrême américain avec la puissance du modèle PFOF, mais on n'a pas fermé, corrigé ou équilibré cet autre fait marquant qui est que maintenant, dans les systèmes individuels des grands brokers, on est dans un système avec des petits ordres pris en compte alors que, initialement, il était prévu que devaient sortir du multilatéral uniquement les



blocs.

Deuxième enseignement, sur le plan institutionnel, on n'est pas passé loin d'un compromis vraiment boiteux, puisqu'à un moment était sur la table l'idée que ce qui sera valable pendant la période de transition serait le régime permanent, soit un système complètement antagoniste avec la logique de marché commun, sans même parler d'union des marchés de capitaux, où en passeportant on obéit à des règles communes de supervision et de définition des produits et on peut les diffuser sur le marché unique. On prolonge donc pendant deux ans ce qui est assez boiteux, mais cela permet de fournir une transition, dans un équilibre germano-néerlandais. L'ESMA s'était positionnée en considérant que MIFID II interdit le PFOF, mais elle n'a pas eu d'autorité sur les désaccords de régulateurs. On ne s'en sortira pas si on n'arrive pas à avoir une vraie vision de supervision qualifiant à la fois la norme de la manière la plus claire possible et l'interprétant. Il faudrait sur ce point avoir un vrai débat et d'aller au bout. On dit que c'est la gouvernance de l'ESMA qui doit être améliorée, mais ça passe davantage par des éléments de supervision directe.

Sur la RIS, il y a un grand débat sur les rétrocessions et sur la recherche d'un modèle pur de distribution. Il faut se poser la question de la vraie concurrence entre produits, et penser à ne pas être trop monolithique dans les modèles de distribution qui peuvent exister entre les pays. L'Europe a beaucoup créé de complexité et de formalisme dans la méthode pour s'adresser aux clients, avec des tests qui se superposent et sont devenus autant de machines à décourager les investisseurs. Le paradoxe, c'est que l'on a d'un côté des plateformes ou des brokers qui vont un peu se réinventer dans leur manière de s'adresser aux clients dans une démarche de digitalisation etc. et de l'autre une Europe qui continue d'empiler des choses avec des bonnes intentions et qui, en fait, sont quand même assez contraignantes pour les clients. Cette sur-focalisation de l'Europe sur le processus de distribution et son micro-management dans la manière dont on s'adresse aux clients ne fournit pas de bonnes solutions.

## Robert Ophèle

La vraie réponse, c'est une unification de la supervision et du contrôle, particulièrement souhaitable dans un contexte de digitalisation et de plateformes inéluctables.

## Jean-Philippe Cavrois

Il n'y a pas un seul retail. Dans cette réflexion sur RIS, il faut d'abord essayer de prendre le meilleur de MiFID II et de le poursuivre, et ce qui a été un énorme développement positif, c'est la réflexion de la gouvernance produit et des cibles de marché. Le retail ne doit pas être abordé comme une valeur moyenne ou gaussienne. Il faut que chacun trouve quelque chose à sa portée. Il y a deux piliers de la rémunération en finances : pour combien de temps on investit et à quel niveau de risque. Mais il y a des comportements différents sur la durée de détention et la nature du produit visé.

La liquidité n'existe pas sans l'apport des teneurs de marché qu'on appelle apporteurs de liquidité : pour des instruments comme les warrants, on a besoin de ce rôle. Par ailleurs, nous avons l'intention de bien défendre cette différence entre des schémas de remboursement aux clients des frais d'exécution et non pas de constitution d'une marge bénéficiaire pour un courtier qui achète les produits X ou Y.

Enfin, le schéma des free trades n'est pas un schéma dans lequel un producteur achète l'exécution sur une place de marché, dans une logique de vouloir canaliser des ordres vers une place particulière. Les free trades visent la génération de l'ordre et pas son exécution sur une place déterminée. Ce que nous allons proposer, non seulement à nos membres producteurs, mais aux distributeurs, c'est un schéma de gouvernance qui s'appuie sur trois piliers : la revue des accords pour s'assurer qu'on se dit qu'on n'est pas orienté vers un lieu d'exécution, ensuite s'assurer s'il y a une place de marché privilégiée, et un contrôle de la meilleure exécution. Les teneurs de marché injectent les mêmes prix partout, et le schéma recherché n'est pas celui dans lequel il y a une seule place de marché possible.

## Philippe Guillot

Le mécanisme d'envoi des données aux régulateurs date de l'époque où un client retail domestique allait traiter sur des instruments domestiques avec des courtiers domestiques, et les mécanismes de transparence ont été faits sur cette base. Aujourd'hui, un client retail domestique qui va traiter sur un instrument non domestique chez un courtier non domestique n'est pas capté par le régulateur host mais uniquement le régulateur home. Nous avons essayé d'introduire dans la Retail Investment Strategy une modification des ordres de retransmission de ces données aux régulateurs, mais jusqu'à présent, nous avons perdu parce que des régulateurs home ne veulent pas que des régulateurs host puissent aller scruter ce qu'ils font et se faire reprocher une mauvaise supervision. Nous avons même perdu au niveau de la centralisation des données à l'ESMA. C'est vraiment une occasion ratée.

Cela signifie qu'aucune personne n'a une vue globale de ce qui se passe, ce qui est extrêmement dommageable. Le mécanisme de construction européenne va plutôt sur des mécanismes compliqués de juste rémunération des services, de reasonable cost basis ou de value for money. Jusqu'à présent tout ce qui a été fait au niveau européen pour aller vers cette juste rémunération des services, c'était de rajouter de la transparence, mais on est en train de bâtir quelque chose de compliqué à mettre en œuvre et qui ne donnera pas nécessairement les résultats désirés.

## Pervenche Berès

Ce débat est important car comme souvent, le développement d'une pratique dans le domaine des marchés financiers peut servir de laboratoire pour d'autres aspects du marché intérieur alors qu'Enrico Letta vient d'être chargé d'une mission sur le futur de ce marché. C'est aussi un débat où l'AEFR peut vraiment jouer son rôle, celui d'éclairer une thématique réglementaire par des échanges de points de vue qui peuvent être très différents, avec des angles très pratiques et techniques et d'autres plus juridiques ou conceptuels. Par rapport au moment où l'AEFR a commencé à travailler sur l'enjeu du PFOF, la situation est radicalement différente puisque l'on a une situation stabilisée d'interdiction à terme, mais on est passé très près d'un risque de fragmentation de l'Europe financière.

Le point de départ de la réflexion de l'AEFR portait en fait sur l'investissement des particuliers sur le marché européen et les raisons pour lesquelles on n'a pas obtenu de réelle fluidité sur la place de marché européenne, en relevant que l'investissement transfrontière des particuliers demeure marginal. On a dû renoncer à cet angle pour notre débat parce que les données de marché sur les flux transfrontaliers sont quasiment inexistantes, et cela fait partie de ces grandes questions structurantes sur lesquelles cet épisode PFOF nous oblige à revenir.

Plusieurs concepts ont été évoqués, notamment celui de la subsidiarité, au risque d'envisager l'autorisation d'une exception nationale contraire à la logique du marché intérieur. Cela conduit à s'interroger à la nature du marché que l'on souhaite organiser, en rappelant l'intérêt de règles harmonisées par des règlements plutôt que des directives. Et celui de la concurrence entre places de marché européennes. Le Traité n'établit pas de hiérarchie entre une concurrence entre les acteurs ou une concurrence issue des conditions de transparence quant à la définition des prix. Au-delà d'une approche purement pragmatique, il y a la nécessité, pour le débat sur le PFOF comme celui sur la RIS, d'une réflexion stratégique qui n'est pas conduite sur l'adaptation des principes de concurrence et de transparence à la montée en puissance de nouvelles technologies qui bouleversent des pratiques existantes.

Sur le PFOF, la Commission voulait initialement l'interdire, puis elle a été amenée à des compromis avec un principe d'exception nationale, qui posait une question de supervision. Le sujet du PFOF est en l'absence d'une supervision européenne intégrée, vraiment un creuset pour réfléchir à ce qu'il ne faut pas faire et faire à la fois en termes de services financiers, d'union des marchés des capitaux ou de marché intérieur.