

# Les objectifs initiaux de la directive MIF sont-ils au rendez-vous ?

Entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007, la réglementation européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) avait pour objectif d'introduire davantage de concurrence sur le marché de la négociation et de l'exécution des ordres de bourse, tout en renforçant la protection des investisseurs. Qu'en est-il vraiment plus d'un an après ?

**P**armi les mesures les plus visibles de la directive MIF, la classification des clients selon leur profil d'investisseur et les tests d'adéquation et de caractère approprié ont été l'objet d'une véritable course contre la montre dans les réseaux de distribution. Les plus en avance ont su en profiter pour approfondir et renforcer leur relation clientèle. Les autres n'auront fait que se conformer à la réglementation. Au final, tous les acteurs concernés auront accompli cette formalité plus ou moins dans les temps. Néanmoins, des difficultés demeurent, notamment dans la conservation des volumes importants de données collectées et sur les formalités de déclaration à la CNIL. Dans leur grande majorité, les établissements financiers n'ont pas encore exploité cette manne d'informations. La mise en conformité a pris l'ascendant sur l'exploitation commerciale, mais il est à parier que les directions marketing se tourneront vers le « profiling » client, surtout dans un contexte de conquête client très tendu. Il est à noter que la volonté du régulateur

de renforcer la protection des investisseurs se retrouve dans la révision de la directive OPCVM (UCITS IV)<sup>(1)</sup>, qui vient d'être adoptée par le Parlement européen.

La meilleure exécution, elle non plus, n'a pas provoqué le trouble imaginé lors des premières interprétations du corpus réglementaire. En effet, seule une politique d'exécution claire est réellement exigée et, aujourd'hui, beaucoup d'établissements routent toujours leurs ordres uniquement vers leur bourse de référence. Devant les charges importantes d'implémentation pour se « raccorder » à l'ensemble des MTF (*multilateral trading facilities*), les plus grands acteurs ont adopté une posture attentiste. Il ne faut pas oublier non plus que le marché réglementé national reste celui de référence aux yeux du régulateur.

## UNE RÉVOLUTION DES ACTIVITÉS DE MARCHÉ...

L'avant-MIF avait été marqué par une valse entre bourses historiques aboutissant à une recomposition du paysage boursier. Le NYSE avait fusionné avec Euronext, le London

Stock Exchange avait racheté Borsa Italiana, le Nasdaq avait finalement congloméré avec OMX. À travers ces mouvements se profilait déjà la riposte des bourses traditionnelles face aux nouveaux acteurs de l'ère MIF. Les nouveaux lieux d'exécution, comme Chi-X, TradeGate ou Turquoise, sont venus concurrencer directement les bourses historiques en ravissant quotidiennement entre 10 et 20 % des flux des ordres sur les grandes valeurs du Footsie et du CAC 40. Cette montée en puissance des plateformes alternatives provoque actuellement une guerre des prix, et en particulier une baisse des frais d'exécution de l'ordre de 10 %. Ce constat corrobore l'étude que Sia Conseil avait réalisée début 2007 sur les impacts de la directive MIF sur le paysage boursier européen. La bataille se joue également sur l'innovation et le développement de nouveaux services. Les plus emblématiques concernent l'extension des horaires de cotation, la décimalisation des ordres et la rapidité d'exécution.



**NICOLAS RAYNAUD, SIA CONSEIL**, manager au sein de l'unité de compétences Services financiers. Il est en charge de l'offre Asset Management et Titres de Sia Conseil. Il participe activement aux chantiers réglementaires de place que sont MiFID, UCITS IV et Target 2 Securities.



**NICOLAS VINCENT, SIA CONSEIL**, consultant senior au sein de l'unité de compétences Services financiers. Il intervient sur des missions de management et de stratégie opérationnelle auprès des principaux établissements bancaires français et étrangers.

Dans ce contexte concurrentiel fort, les candidats à l'internalisation systématique que sont les grandes banques internationales ont revu leurs intentions et peu ont finalement tenté le pari (huit pratiquent cette activité, mais sur un périmètre restreint de valeurs). Les autres institutions bancaires ne sont pas pour autant restées à l'écart et la plupart ont réalisé des prises de participation dans les nouvelles plateformes (par exemple, Société Générale et BNP Paribas sont toutes deux rentrées dans le capital de Chi-X et Turquoise).

Autre phénomène émergeant à la suite de l'application de la MIF, le modèle d'exécution dit *dark pool*. Son objectif consiste à assurer la négociation de blocs d'actions de grande taille tout en conservant l'anonymat des contreparties. Au-delà des acteurs historiques que sont ITG Posit et Liquidnet (à peine dix ans d'existence), cette niche de marché intéresse toutes les bourses traditionnelles qui tirent avantage de leur carnet d'ordres : SmartPool pour Euronext, Xetra Midpoint pour Deutsche Börse ou bien Baikal pour le LSE. Aujourd'hui, ces pôles de liquidité représentent près de 1 % des volumes en Europe, contre 10 % aux États-Unis, ce qui laisse entrevoir un potentiel de développement encore important.

La concurrence acharnée entre les lieux d'exécution se répercute directement sur la liquidité des marchés avec l'observation d'une fragmentation croissante. Comme un jeu de dominos, toute la chaîne est peu à peu touchée. Cela s'est déjà matérialisé très rapidement sur le prémarché par une com-

plexification et une explosion du volume des données de limites d'ordres (offre et demande), sans que les transactions soient forcément réalisées.

#### ... ET DE POST-MARCHÉ

Le post-marché est également touché en profondeur. Historiquement liées à un lieu d'exécution exclusif, les chaînes de compensation et de règlement-livraison se retrouvent en situation de concurrence. En l'espace d'un an, de nouveaux entrants ont tenté de se faire une place, à l'image de Fortis EMCF, EuroCCP et SIS x-clear. Ceux-ci ont profité de la mise en place du *code of conduct*, dont les principales mesures portent sur l'interopérabilité des acteurs, la transparence des prix et la séparation des services. Outre la baisse des coûts induite par la concurrence acharnée (EuroCCP proposant des frais de 0,06 euro contre 0,40 euro pour Eurex Clearing), la problématique de la liquidité est réapparue.

#### UN MARCHÉ EUROPÉEN DES TITRES ENFIN EN PLACE

Les établissements financiers ont cherché à traiter au meilleur prix, quitte à multiplier les lieux d'exécution et de compensation. Rapidement, ils ont dû faire face à de multiples appels de marges qui ne peuvent pas se compenser entre eux. Les chambres de compensation ont bien compris ce mouvement de fond et les premières opérations de rapprochement voient le jour : DTCC, qui est l'unique chambre de compensation pour le marché américain, vise à acquérir LCH.Clearnet. L'explosion des coûts et des risques,

**La concurrence acharnée entre les lieux d'exécution se répercute directement sur la liquidité des marchés avec l'observation d'une fragmentation croissante. Comme un jeu de dominos, toute la chaîne est peu à peu touchée.**

concurrency et une baisse des tarifs pour les acteurs de marché. L'autre fait marquant de ces directives est la mise en place d'un véritable marché européen des titres. Les frontières nationales sont battues en brèche et le marché européen devient véritablement un marché domestique favorable à de nouvelles économies d'échelle. La dernière étude de Sia Conseil relative aux impacts de l'arrivée des fonds UCITS IV table sur une économie de 600 millions pour les acteurs français de la gestion d'actifs. Pour l'industrie des titres, l'année 2009 sera donc axée sur les concentrations entre acteurs (en témoigne la fusion CAAM-SGAM), afin de réduire les coûts et d'atteindre la taille critique sur des activités matures ayant une structure de coûts fixes très importante. C'est à partir de là que le client final pourra véritablement tirer avantage de ces directives, qui restent à ses yeux très abstraites. ■

*(1) La directive européenne UCITS IV a été adoptée par le Parlement européen le 13 janvier 2009. Dite directive OPCVM, elle est entrée en vigueur le 1er juillet 2009. Elle introduit notamment le passeport européen pour les sociétés de gestion, qui leur permettra de gérer depuis un État membre des OPCVM enregistrés dans un autre État membre.*

pour les acteurs du post-marché, semble favoriser les rapprochements dans une activité où la taille critique est la clé du succès.

La directive MIF et le *code of conduct* ont profondément remanié le paysage boursier. En intégrant la mise en œuvre de la directive OPCVM (UCITS IV) et de Target 2 Securities, tous les acteurs de la chaîne titres auront vu leur cadre réglementaire remanié. La ligne directrice de toutes ces réformes vise à une meilleure transparence et sécurité pour les clients finaux, tout en favorisant un accroissement de la