



BANQUE D'INVESTISSEMENT ET DE MARCHÉ : LA DIRECTIVE MIF

JEAN TRICOU *

La directive sur les Marchés des instruments financiers (MIF ou MiFID - Market in Financial Instruments Directive) est sans aucun doute le texte législatif européen le plus structurant de ces dix dernières années pour les différents acteurs financiers (banques d'investissement et de marché, Bourses, investisseurs institutionnels, épargnants).

Elle s'inscrit comme l'épine dorsale du Plan d'action pour les services financiers (PASF) de l'Union européenne donnant tout son sens à l'harmonisation déjà réalisée par la directive Prospectus et Transparence pour les émetteurs et à l'unification déjà en marche des règles concernant la gestion d'actifs.

L'objectif de la directive MIF est double :

- à la fois, définir un cadre concurrentiel des services d'investissements financiers en introduisant, à côté des marchés réglementés, le principe d'internalisation des ordres et des MTF (Multilateral Trade Facilities) ;
- tout en assurant la protection de l'investisseur, mais également des émetteurs, par l'établissement à la fois de règles de transparence pré et post-négociation et d'une meilleure exécution pour les intermédiaires financiers.

Ce cadre juridique devrait permettre à la zone européenne d'améliorer sa compétitivité dans un contexte de globalisation des activités financières de la banque d'investissement et de marché. Une étude récente du CEBR (Center for Economics and Business Research)

* Directeur de département, Fédération Bancaire Française (FBF).

montre l'importance croissante des services financiers au niveau international qui représentent 141 000 Md€ avec un taux de croissance annuel sur les 8 dernières années de 6,3 % et qui représentent désormais près de 8 % de l'ensemble des échanges internationaux.

Dans ces activités, l'Europe joue un des rôles leader avec un pourcentage de 28 % de ces échanges, juste derrière les États-Unis (39 %). La Chine représente pour sa part déjà 4 % avec un taux de croissance trois fois supérieur à l'Europe.

Autre caractéristique européenne, ces activités, si l'on se base sur la liquidité du marché secondaire, sont domiciliées en Europe dans un nombre très limité de centres financiers, essentiellement Londres, Paris et Francfort.

Pour les acteurs européens, ces quelques chiffres montrent, au-delà des règles juridiques, l'importance stratégique de ces textes à la fois individuellement pour les établissements et collectivement pour les centres financiers dans lesquels ils agissent.

La Fédération bancaire française (FBF) et l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) étaient très conscientes de ces enjeux de la directive MIF pour les banques d'investissement domiciliées à Paris quand, à la suite de leur colloque de novembre 2005 intitulé « Les activités de marchés financiers à Paris : que veulent vraiment les acteurs ? », elles ont engagé une action en commun en faveur d'une dynamique collective destinée à améliorer l'environnement de ces activités innovantes à forte valeur ajoutée en France.

UN NOUVEAU CADRE CONCURRENTIEL POUR LES ACTEURS

La directive MIF fixe de nouvelles règles de concurrence sur l'ensemble de la chaîne de valeur des activités de marché en se concentrant en priorité sur la négociation et la commercialisation des instruments financiers. Elle rend par ailleurs plus opérationnelle, pour les intermédiaires, l'utilisation du passeport européen dont les grandes lignes avaient été définies dans la directive sur les Services d'investissement (DSI) adoptée en 1993 et fixe l'harmonisation maximale des règles de commercialisation des instruments financiers. L'objectif affiché est de parvenir à un véritable marché intégré des instruments financiers au sens large pour les banques d'investissement et de marché, les investisseurs et les émetteurs. De nombreuses études ont constaté que le coût global incluant la négociation et les activités de post-négociation reste plus élevé en Europe qu'aux États-Unis au niveau domestique et sans commune mesure pour les transactions transfrontières. L'intégration européenne, si elle est réalisée, permettrait une réduction

permanente du coût des capitaux propres des émetteurs de 0,5 % en valeur absolue.

Les nouvelles conditions de la négociation des ordres

Alors que l'organisation des marchés était fondée, dans la plupart des États membres, et notamment en France, sur le rôle fondamental des marchés réglementés basé sur la confrontation des ordres comme lieu privilégié d'exécution des ordres assurant ainsi un haut niveau de transparence aux investisseurs, la MIF, en supprimant la règle de concentration des ordres essentiellement pour les actions, introduit une plus grande concurrence entre les divers lieux et modes d'exécution avec pour objectif de diminuer les coûts pour les utilisateurs. Elle organise ainsi la concurrence entre trois grands systèmes de négociation : les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux (Multilateral Trading Facilities, MTF) et l'internalisation systématique.

Elle fixe ainsi un statut à des modes de négociation alternatifs qui se sont largement développés ces dix dernières années aux États-Unis, au Royaume-Uni, mais également en Allemagne.

Les MTF sont des systèmes qui organisent la confrontation multilatérale d'intérêts acheteurs et vendeurs. Ils peuvent être gérés par des intermédiaires ou par des entreprises de marché. Cette activité est passeportable dans l'ensemble des États membres et l'opérateur décide librement des titres qui font l'objet de la négociation.

Les internalisateurs systématiques sont des intermédiaires financiers qui, de façon organisée, fréquente et systématique, négocient en se portant directement contrepartie des ordres qu'ils reçoivent de leurs clients. Ainsi, au-delà des opérations de gré à gré entre professionnels, les banques d'investissement et de marché pourront exécuter les ordres directement par eux-mêmes sans avoir à les diriger sur un marché réglementé ou un MTF.

Cette liberté d'exécution, en suscitant la concurrence, diminuerait, selon la Commission, les coûts pour les investisseurs finaux dont les trois quarts relèvent des frais de courtage et 10 % des coûts d'infrastructures, le reste correspondant à la conservation et à la fourniture d'informations. Elle risque cependant d'accroître la fragmentation des marchés et des gisements de liquidité.

Pour résoudre ce dilemme, la directive a renforcé et harmonisé les règles de transparence nécessaire à la formation des cours.

Les règles de transparence pré et post-négociation

Le processus de formation des prix est sauvegardé par des règles de transparence pré et post-négociation applicables différemment suivant la nature des systèmes d'exécution. Ces dispositions pour lesquelles

la FBF s'est beaucoup battue lors de l'élaboration de la directive, permettront d'éviter qu'un système ou un opérateur par sa capacité de centraliser des opérations puissent bénéficier d'une asymétrie d'information vis-à-vis des autres acteurs. Ceci est vrai pour le marché secondaire, mais peut créer des distorsions de concurrence encore plus préjudiciables pour les dérivés.

C'est pourquoi les MTF et les marchés réglementés publient les mêmes informations en matière de transparence alors qu'un régime de transparence pré-négociation spécifique s'applique aux internalisateurs systématiques limités aux actions dites liquides admises sur un marché réglementé. Les ordres à cours limité, qui sont une information essentielle pour les intermédiaires, devront pour ce qui les concerne être transmis rapidement au marché. Par ailleurs, l'ensemble de ces informations devront être accessibles pour les investisseurs.

En ce qui concerne la transparence post-négociation, les marchés réglementés, les MTF et les internalisateurs systématiques devront communiquer, dans des conditions identiques, les informations relatives aux transactions réalisées sur leurs systèmes.

Un dispositif harmonisé est ainsi mis en place permettant la deuxième novation de ce texte : l'obligation de meilleure exécution.

4

L'obligation de meilleure exécution

Les intermédiaires financiers collecteurs d'ordres, c'est-à-dire principalement en France les banques de détail, les entreprises d'investissement, devront désormais préciser la procédure qui leur permet de s'assurer de l'obtention du meilleur résultat possible lors de l'exécution des ordres de leurs clients quels que soient les instruments financiers concernés. La politique d'exécution des ordres suivie par eux devra être codifiée, réactualisée et portée à la connaissance de leur clientèle.

L'approche sera multicritères : le prix, les coûts, la rapidité d'exécution, la probabilité de l'exécution et du règlement, la taille, la nature de l'ordre.

Cette obligation, malgré les souplesses obtenues par l'industrie pour les activités de collecteur d'ordres et de gestion de portefeuille, pose encore de nombreux problèmes d'application soulignés par l'ensemble des professionnels européens en ce qui concerne son extension au-delà des actions.

Une plus grande concurrence entre non seulement les intermédiaires financiers, mais également avec de nouveaux entrants : les investisseurs institutionnels européens

Les marchés de capitaux se caractérisent par une forte concentration des grands intermédiaires (banques d'investissement et de marché) et des investisseurs institutionnels (gestion collective, fonds de pension,

assurance...)). Elle crée donc de nouvelles conditions de concurrence par l'instauration d'un véritable passeport européen et la liberté d'accès aux marchés réglementés.

Un véritable passeport européen pour les banques d'investissement et de marché

La directive MIF facilite donc l'utilisation du passeport européen pour les banques d'investissement et de marché en étendant très largement le principe de compétence de l'autorité du pays d'origine. Ainsi, un intermédiaire pourra fournir l'ensemble des services d'investissement dans l'ensemble des États membres européens sous le bénéfice d'un seul agrément reçu par son État d'origine et moyennant le respect des règles d'organisation de cet État d'origine.

Il pourra pour cela utiliser indifféremment les deux libertés essentielles :

- la liberté d'établissement, c'est-à-dire en implantant une succursale,
- la liberté de prestation de services.

Les contraintes supplémentaires que souhaiterait imposer le pays d'accueil pour des raisons d'intérêt général ne pourront donc plus s'appliquer.

La directive étant par ailleurs d'harmonisation maximale, des règles de commercialisation supplémentaires ne peuvent plus être introduites par les pays d'accueil lors de la transposition de la directive dans les États membres.

L'accès des marchés réglementés aux investisseurs institutionnels est d'ores et déjà possible.

L'accès aux marchés réglementés est offert aux investisseurs institutionnels

Les intermédiaires financiers étaient jusqu'à présent les seuls habilités à être membres d'un marché réglementé. La directive MIF désormais permet l'accès au marché directement à « toute personne », dès lors qu'elle satisfait à certains critères définis par la directive et dont l'appréciation relèvera du marché réglementé. Ainsi, les intermédiaires non financiers pourront désormais, en fonction des stratégies adoptées par les marchés réglementés, avoir directement accès aux marchés. Cette possibilité accroît la concurrence potentielle sur la chaîne d'exécution des ordres.

L'obligation de meilleure exécution définit les contours du « dégroupage » des services fournis aux investisseurs

L'obligation de meilleure exécution a précisé le cadre de la valeur ajoutée de l'exécution. Il est désormais obligatoire pour les gestions



d'actifs de justifier vis-à-vis de leurs clients, les coûts des services connexes à l'exécution des ordres que ce soit l'analyse financière ou les commissions de commercialisation.

Les thèmes du dégroupage des services *unbundling* ou des règles d'avantages *inducements* correspondant à une valeur ajoutée sont désormais clairement posés et seront sans aucun doute développés dans la future directive concernant la gestion d'actifs.

Le choix de la directive MIF est sans aucune discussion celui d'une concurrence accrue sur chacun des services fournis entre les différents acteurs économiques. À la lumière de ce qui s'est passé aux États-Unis à la suite de la même démarche réglementaire, il est intéressant, même si les conditions de la zone européenne ne sont pas analogues, d'essayer de dégager, dans ce contexte les évolutions futures de ces acteurs.

UNE NOUVELLE DONNE POUR LES ACTEURS

L'impact de la directive MIF va s'échelonner dans le temps. Toutefois, à moins de 18 mois de son application dans les différents États membres, on en perçoit déjà les effets. En premier lieu, bien évidemment, au niveau des marchés réglementés qui sont les premiers à réagir.

Les marchés réglementés

Les Bourses qui avaient, pour les principales d'entre elles, déjà été démutualisées par un processus accéléré ces dernières années de cotation, ont été les premières à réagir. Depuis six mois, des annonces successives de fusion potentielle entre les grandes Bourses européennes ont eu lieu qui concernaient le London Stock Exchange, Deutsche Börse et Euronext. Plus récemment, les deux grandes Bourses américaines sont entrées dans le jeu : National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) et New-York Stock Exchange soulignant parfaitement que les changements ne seront pas qu'euro-péens, mais auront une dimension internationale et que la logique de disposer de plates-formes communes de négociation sur les trois grands fuseaux horaires est, à terme, l'objectif essentiel des opérateurs de marché au même titre qu'une extension des marchés vers les marchés dérivés.

De fait, les Bourses occupent ou recherchent, soit globalement, soit sur un segment de marché, une position de monopole naturel, soit juridiquement du fait de la règle de concentration, soit économiquement par leur part de marché domestique. Elles exercent un rôle d'infrastructure technologique dont la rentabilité pour les actionnaires et l'efficacité pour les utilisateurs (liquidité) dépend du montant des volumes traités.

L'effet de taille joue donc un rôle déterminant pour fidéliser les apporteurs de liquidités (banques d'investissement et investisseurs institutionnels) à qui la directive MIF offre la possibilité désormais de créer leur propre marché ou d'arbitrer en tant qu'utilisateurs entre les marchés.

Dans ce contexte, la fusion des Bourses est donc totalement logique avec, pour le management, la nécessité de concilier la rentabilité des actionnaires qui ne sont plus désormais les intermédiaires financiers, mais des fonds d'investissement et leurs utilisateurs qui restent les intermédiaires.

Le débat actuel sur la gouvernance de ces infrastructures *for profit* ou *users governed* s'inscrit dans ce cadre.

La rentabilité des marchés réglementés ne se limite pas à l'activité de négociation, mais provient également des activités gérées en tant que fournisseur d'informations.

Cette activité, elle aussi, est très dépendante du caractère dominant du marché réglementé. D'autres fournisseurs d'informations peuvent également espérer que la fragmentation leur permettra de développer leur rôle en tant que centralisateur. Les règles de meilleure exécution et les exigences de transparence vont d'ailleurs amplifier les besoins des utilisateurs des marchés alors que peu d'acteurs ont actuellement la taille et la dimension internationale nécessaires pour les satisfaire.

Enfin, les marchés réglementés sont les sources d'alimentation privilégiées et souvent liées des flux de titres des chambres de compensation et des systèmes de règlement-livraison. La consolidation des Bourses pose donc clairement le problème du cadre européen des activités post-marché et notamment de la nécessaire séparation pour des raisons concurrentielles à la fois des différentes strates : négociation, compensation, règlement-livraison et pour le règlement-livraison des activités d'infrastructures des activités bancaires.

La directive MIF, même si elle ne traite pas ou qu'indirectement de ces différents sujets, a posé les grandes lignes des débats sur le rôle des infrastructures vis-à-vis de leurs utilisateurs, de la gouvernance de ces infrastructures, de la transparence des tarifs et du « dégroupage » des différents services fournis.

La Place de Paris est bien positionnée dans ce contexte en disposant, grâce à Euronext, de la seule Bourse paneuropéenne (Paris, Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne) existante ayant adopté un modèle fédéral et disposant techniquement d'un système de négociation très performant.

Elle s'appuie sur un tissu d'émetteurs des banques d'investissement et de marché et d'investisseurs qui se positionnent comme des leaders au plan européen avec des points forts : une place de leader au niveau mondial sur les dérivés actions, une analyse financière reconnue sur



les valeurs françaises, une présence significative dans la conservation des titres.

Les banques d'investissement et de marché

Si l'on prend comme référence les parts du marché mondial des commissions des banques d'investissement (actions, obligations, fusion/acquisition), les 5 premières sont américaines représentant globalement 25 %, suivies de près par 2 banques suisses, alors que 2 banques françaises font parties des 10 premières.

La pression sur les pools de liquidité et l'internalisation au niveau européen va donc se jouer entre ces quelques banques avec un avantage comparatif pour les banques américaines.

La directive MIF va-t-elle changer fondamentalement les *business models* de ces banques ?

L'enjeu de la directive MIF va se situer sur le marché secondaire actions (avec la possibilité de créer des MTF et d'internaliser) et va exercer une pression croissante pour la baisse des coûts d'exécution. En revanche, l'exemple anglais ou allemand montre que les marchés réglementés ont su adapter leur système d'exécution et leur spécialisation pour faire contrepoids à ce risque.

Le véritable enjeu réside sur la capacité et l'intérêt des grandes banques à investir sur les valeurs les plus liquides pour créer un système concurrent.

Il est évident que la référence aux marchés les plus liquides pour la meilleure exécution rend le jeu plus intéressant en permettant dès lors qu'on a atteint une masse critique, une bascule totale de la liquidité en faveur de son système d'exécution.

Pour ce qui les concerne, les autres systèmes de négociation *market making* (affichage de prix à l'achat et à la vente pour les intermédiaires) ou la facilitation (capacité pour l'intermédiaire de répondre ponctuellement par son compte propre à une sollicitation d'un investisseur) ne sont pas modifiés par la directive MIF.

Toutefois, dans les marchés appliquant la règle de concentration, ces deux modes de négociation devraient se développer du fait de la création d'un marché potentiel nouveau pour les ordres moyens des investisseurs institutionnels qui ne seraient plus obligés de passer par le carnet d'ordres du marché réglementé, mais dont la taille ne relèverait pas des règles d'internalisation.

De même pour les ordres de détail, la possibilité de confronter les ordres achat/vente de leurs clients sur la base d'un prix importé du marché de référence pourrait permettre une diminution des tarifs pour les investisseurs en réduisant la chaîne de coût entre la collecte des ordres, l'exécution du marché, le règlement et la livraison des titres.

Fondamentalement, le jeu est désormais plus ouvert pour les intermédiaires pour optimiser, d'une part, leur capacité à valoriser leur rôle de centralisateur de la collecte des ordres, d'autre part, leur possibilité de choix d'exécution des ordres avec ou sans prise de risque en direct donc de coût des fonds propres.

De ce point de vue, il est significatif de constater que les grandes banques d'investissement sont sur un modèle intégré.

La directive MIF crée le cadre d'une extension possible au-delà des actions des principes de transparence et de meilleure exécution à l'ensemble des instruments financiers notamment sur les marchés obligataires et les dérivés.

La Commission consulte d'ores et déjà sans attendre la transposition de la directive l'industrie sur ces sujets. Les banques d'investissement et de marché françaises qui occupent une place significative dans ces segments de marché auront un rôle important à jouer dans l'architecture européenne de ces marchés qui sont essentiellement des marchés de gré à gré destinés aux investisseurs institutionnels internationaux.

L'histoire est à écrire, l'enjeu pour les banques d'investissement françaises au regard de leur positionnement est encore plus significatif sur ces marchés. Le marché des actions est, en effet, resté très domestique malgré une bascule de l'ensemble des marchés à l'euro en 1999 alors que le marché obligataire et des dérivés est devenu très rapidement européen et international. La Commission a inversé ses préoccupations alors qu'elle a posé le débat concurrentiel suivant sur les marchés actions : marché réglementé versus marché de gré à gré. Elle pose désormais le débat en termes de marché de gré à gré versus marché réglementé.

Cette nouvelle orientation offre pour les marchés réglementés un potentiel de développement sur les marchés obligataires et de gré à gré.

Les investisseurs

La logique de la directive MIF est une logique basée sur les flux transfrontières qui sont largement majoritairement les flux générés par les investisseurs institutionnels.

Les investisseurs de détail sont, en effet, les grands absents de la réflexion au même titre que les émetteurs. La directive MIF ne tient pas compte d'eux en termes d'architecture de marché, en revanche, elle les intègre d'une manière très détaillée dans les règles de commercialisation ce qui impactera profondément l'environnement en France des collecteurs d'ordres c'est-à-dire la banque de détail.

Les investisseurs institutionnels (assurances, fonds de pension, gestion d'actifs) qui représentent la demande des marchés, ont été de fait très peu présents lors des nombreuses consultations de la Commission au cours de ces cinq ans, accréditant le constat que les



marchés financiers sont structurellement davantage influencés par l'offre que par la demande.

La règle de meilleure exécution applicable à la gestion de portefeuille a toutefois introduit dans leurs relations avec les courtiers la nécessité d'une claire séparation entre les différents services fournis.

Les régulateurs européens

La directive MIF est la première directive à expérimenter le processus dit « Lamfalussy » dans l'ensemble de son élaboration et de sa transposition.

Elle représente un tel enjeu concurrentiel en matière de régulation que les principales dispositions de niveau 3 feront l'objet d'un examen spécifique du Committee of European Securities Regulators (CESR) avec un calendrier précis pour s'assurer de la convergence des règles entre les différents États membres.

Pour la banque d'investissement, les points importants en débat au niveau 3 concernent respectivement le passeport européen des établissements et des marchés réglementés, l'application de la règle de meilleure exécution pour les instruments financiers autres que les actions, le calcul des actions dites liquides et des blocks ainsi que la publication et la consolidation des informations sur la transparence des marchés. Par ailleurs, le CESR va examiner la possibilité d'étendre les règles pré et post-négociation à des catégories d'instruments financiers autres que les actions.

Cette attention portée par le CESR à l'application d'une règle de meilleure convergence montre le risque non négligeable de distorsion de concurrence générée par des approches différentes des régulateurs.

Elle souligne également la nécessité pour les régulateurs d'adopter une approche plus économique de la régulation, c'est-à-dire une approche dite de « meilleure régulation » déjà largement pratiquée par les autorités régulatrices anglo-saxonnes. Celle-ci met l'accent sur la nécessité de mesurer le coût d'une réglementation au regard de ces objectifs. La réglementation est en effet, au même titre que la fiscalité ou l'innovation, devenue un enjeu concurrentiel. La FSA (Financial Services Authority, autorité anglaise équivalente de l'AMF, Autorité des marchés financiers) a d'ailleurs parmi ses objectifs, non seulement la protection de l'épargne, mais également le développement des activités financières. Il n'est donc pas simplement le fait du hasard que la première consultation lancée par l'AMF sur le sujet de la meilleure régulation correspond à la date de mise en place de la directive MIF.

Les régulateurs se sont également, à travers la directive MIF, lancés un vrai défi technique.

Comment mettre en place un système d'information entre régula-

teurs qui leur permette de contrôler ce que le président de l'AMF a intitulé, dans un de ses discours, un « désordre créatif ».

Sachant les difficultés rencontrées par les régulateurs américains, sur un schéma équivalent les régulateurs européens seront-ils capables de contrôler un système fragmenté de mode hétérogène d'exécution des ordres ?

Cet enjeu technique amènera de toute façon les régulateurs eux-mêmes à développer des plates-formes communes et un échange d'informations harmonisé. Il y a donc déjà en prémices dans la directive MIF non seulement une consolidation des marchés, mais également la mise en commun de certaines fonctionnalités de régulation.

La directive MIF confirme que l'intégration européenne, ces dix dernières années, s'est réalisée prioritairement sur le marché de gros et a concerné les activités de banques d'investissement et de marché.

Au regard de cette évolution, les progrès du cadre européen de la banque de détail reste très limité.

Toutefois, l'élaboration de ce texte et sa mise en œuvre à tous les niveaux, Commission, Parlement, régulateur, industrie, a demandé de tels efforts que le souhait le plus largement exprimé par tous les acteurs est celui « d'une pause ».

Malheureusement, cette pause ne paraît pas opportune. En effet, le cadre européen n'est pas achevé puisqu'il ne fait qu'effleurer le problème de la compensation et du règlement-livraison. Or la consolidation de ces systèmes qui sont essentiels pour la sécurité, l'efficacité et une saine concurrence de l'ensemble, est en marche sans qu'une ligne directrice et un objectif commun aux acteurs aient été encore précisément définis.

Harmoniser les règles du marché afin de construire un espace intégré exige de mettre en place les outils de la consolidation de la liquidité européenne, les infrastructures de paiement et de circulation des titres et d'harmoniser le droit, la régulation et les pratiques.

Au niveau français, la directive MIF devrait susciter une prise de conscience par les décideurs publics de l'importance des banques d'investissements et des infrastructures domiciliées à Paris. La FBF, pour sa part, au même titre que la « City » mais avec des moyens plus limités, agit pour valoriser ces métiers qui jouent un rôle stratégique dans la finance internationale. La progression, ces dernières années, des banques d'investissement françaises dans les classements sont un encouragement fort, de même que la contribution de ces activités à la rentabilité globale des banques.

