



## Livre blanc

Written by Andrew Dillow, Steve Leggett, David Smith et Tony Sodhi

### Résumé

La Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) définit les conditions qui permettent de renforcer l'attrait du marché européen pour les investisseurs. Si la moitié des pays européens n'ont pas encore transposé la directive européenne dans leur droit national, des changements sont déjà à l'œuvre. Ainsi, de nouvelles plates-formes de négociation, comme le Chi-X, se développent, entraînant dans leur sillage une intensification de la concurrence. On constate par ailleurs que les volumes d'échanges augmentent, tandis que le montant moyen des transactions diminue. En effet, selon les rapports des places boursières européennes, les volumes échangés s'inscrivent en hausse de 50 à 120% entre 2006 et 2007, alors que le montant moyen des transactions affiche une baisse de 20% sur la même période.<sup>1</sup>

Une enquête menée par Atos Consulting, le pôle conseil d'Atos Origin, sur l'état de préparation du secteur en vue de la MiFID, révèle que l'attentisme prévaut. Atos Consulting estime ainsi que les entreprises ont engagé des sommes inférieures de 20 à 25% aux prévisions initiales, dans l'attente de mieux mesurer les impacts de la MIFID, par exemple sur la fragmentation du marché et la liquidité des titres

Pour tirer leur épingle du jeu sur le marché après l'entrée en vigueur de la MiFID, les entreprises doivent se distinguer par leur politique d'exécution et apporter la preuve qu'elles remplissent leur obligation de 'meilleure exécution' à travers la publication de statistiques. Elles doivent également, pour conserver leur avantage compétitif, maximiser les volumes d'ordres et réduire les coûts de transaction marginaux.

Ce livre blanc présente aux établissements financiers les pistes restant à explorer pour maintenir ou améliorer leur position concurrentielle et s'imposer sur le nouveau marché ouvert depuis 1er novembre 2007.

## Sommaire

La MiFID – un équilibre entre réglementation et forces du marché	2
Le principe de 'meilleure exécution', un vecteur de concurrence	3
Vers un renforcement des mécanismes de marché	4
Transposition tardive de la Directive dans la moitié des pays européens	6
La technologie, un facteur clé de différenciation	7
Conclusion	8

# LA MIFID – UN ÉQUILIBRE ENTRE RÉGLEMENTATION ET FORCES DU MARCHÉ

Pierre angulaire du Plan d'action sur les services financiers de l'Union européenne, la Directive sur les marchés d'instruments financiers conjugue de façon inédite l'application de principes de transparence et de concurrence, et la mise en œuvre de règles communes à l'échelle transfrontalière. Ce document présente les principales caractéristiques de cette réglementation, le contexte dans lequel elle a été adoptée et le rôle essentiel des technologies pour traduire les principes ainsi édictés en pratiques et stratégies opérationnelles gagnantes.

## Impact sur le marché

La MiFID pose le principe d'un accroissement de la transparence et de la concurrence, avec:

- > la suppression des derniers obstacles à la concurrence européenne, comme les règles de concentration existant encore dans certains États Membres, et selon lesquelles les ordres doivent être passés sur les marchés locaux
- > l'introduction d'une approche fondée sur des principes, afin de promouvoir l'innovation commerciale
- > l'obligation, pour les entreprises d'investissement, d'exécuter les ordres dans les conditions les plus favorables pour le client, en tenant compte de ses besoins, du type de produit concerné et des conditions de marché
- > la nécessité, pour ces mêmes entreprises, de mieux s'informer sur les connaissances et l'expérience du client, ainsi que sur sa situation financière, en évaluant l'adéquation et la pertinence des services et produits offerts.

## Impacts sur les clients

Avec l'entrée en vigueur de la MiFID, les clients auront accès à une information plus complète et plus précise sur les produits et services proposés par les établissements financiers. Conséquence du renforcement de la protection du client, certaines opérations feront en revanche l'objet de restrictions plus grandes.

Les clients bénéficieront d'une meilleure visibilité sur les dispositions mises en place au sein des établissements, relatives au traitement et à la divulgation des conflits d'intérêts, et sur les règles de bonne conduite relatives aux avantages non monétaires offerts par des tiers. Autant de règles qui ouvrent la voie à un développement de la transparence et de la confiance.

“Une règle reflète un consensus sur une situation passée et ne peut résoudre que des circonstances déjà connues ou anticipées par le législateur au moment de sa mise en œuvre. Cette règle devient par conséquent obsolète lorsque les circonstances se modifient...

Si un principe est par nature moins précis, il est plus durable et plus généralement admis. En fait, un principe nous permet d'adapter notre jugement en cas de changement de circonstances, évitant ainsi l'introduction d'amendements trop fréquents qui pourraient semer la confusion.”<sup>2</sup>

**Yves Mersch**

Président de la Banque centrale du Luxembourg

le 14 juin 2007

<sup>2</sup>Rapport BRI – 7 Septembre 2007 – <http://www.bis.org/review/r070712e.pdf?noframes=1>

# LE PRINCIPE DE 'MEILLEURE EXÉCUTION', UN VECTEUR DE CONCURRENCE

La règle de 'meilleure exécution' fait partie des dispositions phares de la MiFID.

**Aux termes de ce principe, l'entreprise d'investissement a l'obligation de prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour ses clients au regard notamment de critères de prix, de coût et de rapidité d'exécution.**

Ce principe permet de s'adapter à la situation du client et au type de produit, grâce à une approche par nature beaucoup plus flexible qu'une approche basée uniquement sur le prix. Une telle souplesse est d'autant plus importante sur les marchés très évolutifs ou dans des périodes de conditions financières tendues, où certains facteurs comme la rapidité et/ou la fiabilité d'exécution jouent un rôle plus important que le prix.

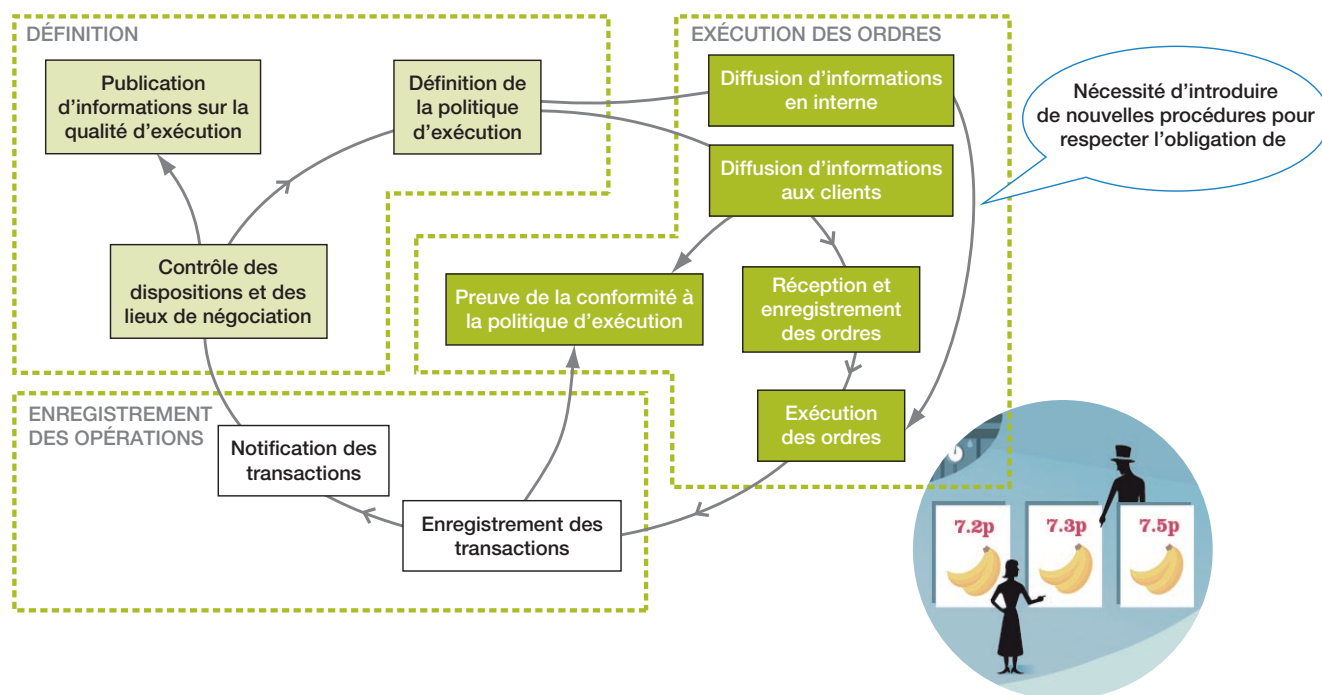
L'obligation de 'meilleure exécution' aux termes de la MiFID bénéficie également aux gestionnaires d'actifs du buy-side, qui demandent généralement à être considérés comme des clients professionnels.

Pour remplir son obligation de 'meilleure exécution', l'entreprise doit décomposer son action en quatre étapes:

1. Définir une politique d'exécution des ordres
2. Gérer les ordres selon la politique ainsi définie, en misant sur les systèmes intelligents de routage des ordres ou d'autres technologies
3. Contrôler l'efficacité de la politique d'exécution des ordres
4. Se donner les moyens d'apporter la preuve de la 'meilleure exécution'.

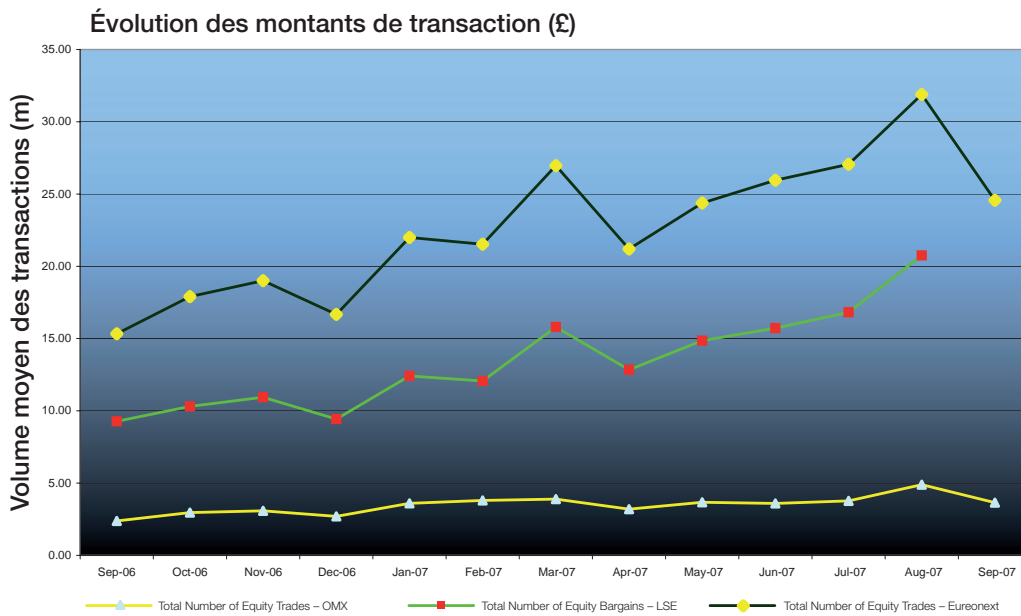
Parce qu'elles autorisent une amélioration et un feedback continu, les solutions technologiques permettent d'aborder ces quatre étapes de façon optimale. À titre d'exemple, les entreprises d'investissement peuvent se démarquer en s'appuyant sur l'analyse et le reporting des coûts de transaction pour contrôler l'efficacité de leur politique d'exécution des ordres.

## 'MEILLEURE EXÉCUTION'

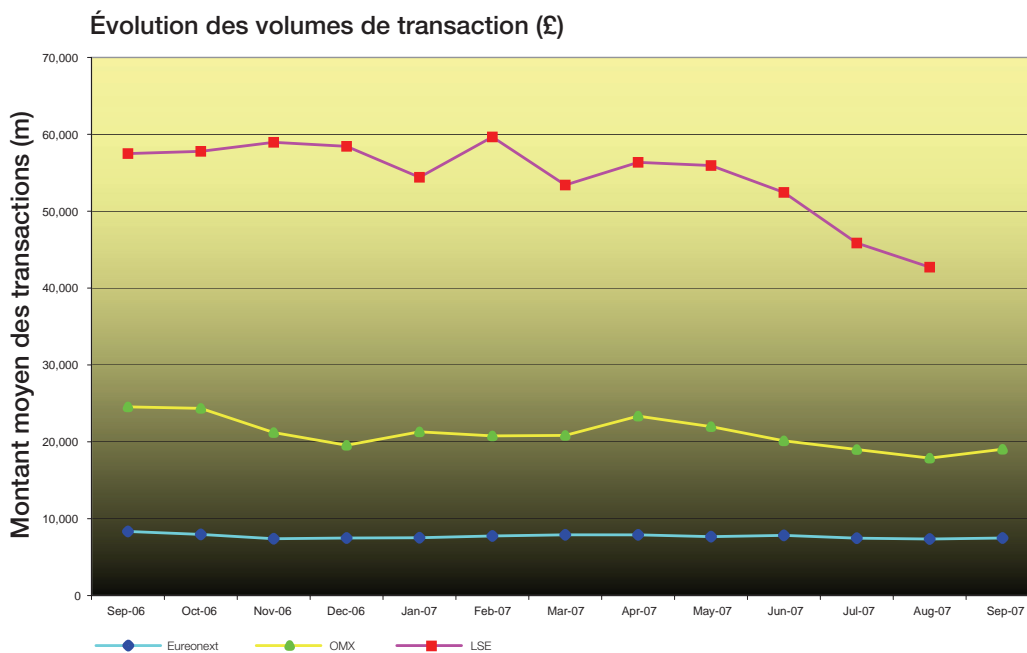


# VERS UN RENFORCEMENT DES MÉCANISMES DE MARCHÉ

Les mécanismes de marché sont déjà à l'œuvre en 2007, en anticipation de l'ouverture à la concurrence consécutive à l'entrée en vigueur de la MiFID. Les places boursières indiquent une hausse considérable du nombre de transactions en 2007, résultant probablement de l'utilisation de systèmes intelligents de routage des ordres, qui réduisent le montant moyen des ordres et répartit ces derniers entre de multiples lieux de négociation afin de limiter l'impact, sur le marché, de plus grosses négociations de blocs. Ainsi, à la Bourse de Londres, le volume des transactions sur actions a plus que doublé entre septembre 2006 et septembre 2007, Euronext suivant la même tendance, et la bourse nordique OMX enregistrant de fortes hausses.



Dans le même temps, et sur la même période, le montant moyen des transactions sur ces trois places financières a chuté de 20% en moyenne.



<sup>9</sup>Source : rapports mensuels 2007 Euronext, LSE et OMX

On assiste à l'émergence de nouveaux lieux de négociation, comme le Chi-X (système électronique qui devient, au sens de la MiFID, une Plateforme de négociation multilatérale ou MTF), qui capturent une part de marché de plus en plus grande. Selon les données disponibles pour août 2007, la part de marché de Chi-X sur les marchés nationaux et pour les titres négociés sur plus d'un marché, tels que Philips Kon, ING et Royal Dutch Shell, est de l'ordre de 20 à 40%. On observe par ailleurs une amélioration d'environ 2 points de base des prix pour les 49% de transactions réalisées à des prix se situant à l'intérieur du spread coté sur le marché d'origine.

Cette tendance devrait s'accélérer avec l'émergence de nouveaux lieux de négociation dans le cadre de la MiFID. Les attentes des clients en matière de 'meilleure exécution' attiseront encore plus la concurrence, puisque les entreprises d'investissement chercheront à se démarquer grâce à leur politique d'exécution des ordres pour attirer et fidéliser de nouveaux clients. Les possibilités d'automatisation des systèmes et stratégies de négociation dopperont encore plus la concurrence en augmentant les flux d'ordres de petit montant.

Nous estimons que les transactions sur actions en Europe suivront une tendance similaire à celle observée aux États-Unis, où la 'décimalisation', qui visait à accroître la transparence, s'est traduit par une fragmentation des bassins de liquidité.

"... les dispositions réglementaires prises par la Securities Exchange Commission (SEC) afin d'améliorer la transparence des marchés pour les investisseurs particuliers ont parfois eu des effets inattendus. La décimalisation en est la parfaite illustration. En effet, en fragmentant les hausses de prix pour les transactions et en offrant aux opérateurs de marché la possibilité de se 'dépasser', la décimalisation a eu pour effet involontaire de créer d'importants 'trous noirs de liquidité', les opérateurs s'efforçant de préserver leur anonymat.

Cet accroissement de la liquidité cachée n'a fait qu'accroître la fragmentation, d'où la plus grande difficulté pour les institutions de négocier de gros blocs d'actions tout en restant anonymes et en limitant autant que possible l'impact sur le marché.

Ce phénomène a alimenté l'essor des systèmes de routage de dernière génération pour gérer les bassins de liquidité cachée. Il a également accéléré la croissance de réseaux transversaux pour gérer les ordres institutionnels de montant élevé."<sup>4</sup>

**Chris Rice**

Responsable Trading monde, chez State Street Global Advisors

avril 2006

<sup>4</sup>Article intitulé : 'New liquidity pools pose latest challenge for Institutional Trades', disponible à l'adresse <http://www.ssga.com/library/esps/chrisricenewliquiditypools20060404/page.html>

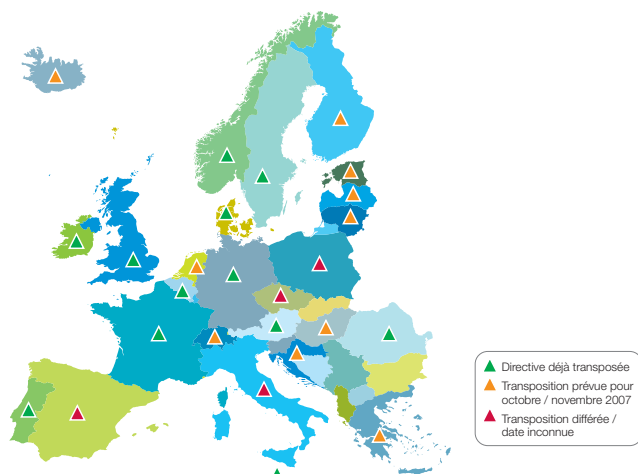
# TRANSPOSITION TARDIVE DE LA DIRECTIVE DANS LA MOITIÉ DES PAYS EUROPÉENS

L'état de préparation des pays européens à l'égard de la MiFID était, à la fin octobre 2007, encore très inégal, puisque la moitié des pays de l'Espace Économique Européen devaient encore transposer – ou achever de transposer – la directive dans leur droit national. Cette situation s'explique en partie par la complexité de la MiFID, qui introduit de nouvelles contraintes, comme la réglementation du conseil en investissement pour différents pays de l'EEE.

Mais elle s'explique également par le caractère politique du processus dans lequel s'inscrit cette transposition, dont le calendrier a été de fait dans certains pays influencé par des événements politiques, comme les élections.

## Quel est l'impact de cette transposition tardive?

- > Dans un premier temps, les entreprises des pays ayant déjà transposé la directive bénéficieront, pour les services conformes à la MiFID, d'un passeport vers les pays qui ne l'auront pas transposée, et dont les entreprises ne seront pas de taille ou insuffisamment prêtes à affronter la concurrence. D'où:
  - > un risque de confusion pour les clients, qui ne pourront savoir avec certitude si les dispositions de la MiFID sur la conduite de l'activité ou la protection de la clientèle s'appliquent aux produits ou services achetés
  - > le risque pour les entreprises opérant dans des pays n'ayant pas transposé la directive d'être confrontées à une absence d'harmonisation en matière d'application des règles métier
  - > le risque que les interrogations sur le calendrier ne retardent les investissements dans les infrastructures de marché nécessaires au respect de l'obligation de 'meilleure exécution' dans les pays concernés.



Des investissements inférieurs aux attentes

La tendance en matière d'investissements est au strict minimum – les budgets consacrés à la MiFID étant à peine suffisants pour permettre aux entreprises d'être tout juste en conformité avec la directive. Une étude menée par Atos Consulting sur les mesures prises par le secteur pour se préparer à l'entrée en vigueur la MiFID montre que les entreprises font surtout preuve d'attentisme. Ainsi, l'analyse des dépenses de 15 banques d'investissement comparée au modèle de coût publié par Atos Consulting en juin 2005 et mis à jour en février 2006, fait état de dépenses inférieures de 20-25% aux attentes.

Cela ne signifie nullement que le coût total de mise en œuvre de la MiFID sera plus bas que prévu, mais plutôt que les entreprises se contentent du minimum:

- > Les acteurs du sell-side affichent un goût peu marqué pour l'internalisation systématique. S'ils entrevoient les coûts élevés et les risques financiers inhérents à une telle approche, ils ont plus de mal à anticiper l'impact potentiel que celle-ci pourrait avoir sur leurs résultats.
- > La confusion réglementaire a réduit le temps disponible pour la conduite de tests de bout en bout. Les entreprises courent par conséquent le risque de devoir rectifier au coup par coup des erreurs qui auraient dû être repérées plus tôt dans le cadre d'un programme de tests efficace.
- > Les entreprises attendent de savoir si les anticipations de fragmentation de la liquidité se confirment. Il est évident que si une telle fragmentation suit de près l'entrée en vigueur de la MiFID, les entreprises qui n'auront pas investi dans les technologies intelligentes de routage des ordres seront pénalisées.
- > Les entreprises attendent également de voir si les exigences des clients en matière de qualité d'exécution ne peuvent être satisfaites grâce aux technologies actuellement en place. Elles espèrent en effet pouvoir rapidement réduire le montant des transactions soumises à l'obligation de 'meilleure exécution' et éviter ainsi les dépenses d'investissement et opérationnelles. Ces entreprises ne se seront pas donné les moyens de produire des statistiques fiables sur la qualité d'exécution des ordres, et pourront voir leurs efforts marketing contrariés lorsque le moment sera venu – dès octobre 2008 – de comparer les lieux de négociation.

# LA TECHNOLOGIE, UN FACTEUR CLÉ DE DIFFÉRENCIATION

Contrairement au National Market System (NMS) adopté aux États-Unis, qui instaure un système de règles, la MiFID édicte des principes, qui laissent aux entreprises une certaine souplesse d'interprétation. Les technologies joueront un rôle essentiel dans la mise en œuvre des dispositions de la directive, notamment dans les trois domaines clés ci-après identifiés par Atos Origin:

- > Systèmes intelligents de routage des ordres – technologies permettant de tester la latence et la liquidité afin de déterminer les lieux de négociation les mieux adaptés aux flux d'ordres dans un contexte de marché dynamique.
- > Contrôle des lieux d'exécution – systèmes et processus permettant d'identifier de nouveaux marchés, notamment des internaliseurs systématiques, des plates-formes de négociation multilatérale et des marchés réglementés.
- > Analyse des coûts de transaction – cadre permettant la capture des données transactionnelles afin de comparer l'exécution de certains ordres spécifiques aux conditions de marché dominantes sur de multiples lieux d'exécution.

Il est probable que l'écart se creuse entre les gagnants et les perdants à mesure du développement de la MiFID. Les gagnants seront ceux qui auront fait preuve de réactivité en mettant en place les technologies nécessaires pour réduire les coûts de transaction et doper leur efficacité dans un contexte d'accroissement des volumes d'ordres. Les perdants, au contraire, seront ceux qui se contenteront d'objectifs étroits de réduction des coûts.

## Répondre aux enjeux de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers

L'intégration de la MiFID est bien plus qu'un simple exercice de mise en conformité. Les établissements financiers qui prospéreront sont ceux qui voient dans cette directive une opportunité de se démarquer de la concurrence. Le diagramme ci-dessous présente les caractéristiques et les stratégies des entreprises florissantes, survivantes ou en perte de vitesse.



LES ENTREPRISES FLORISSANTES :

- > Se distingueront par leurs politiques d'exécution des ordres – et sortiront ainsi du lot
- > Apporteront la preuve de leur 'meilleure exécution' à travers la publication d'analyses comparatives des coûts de transaction
- > Seront les premières à se convertir aux technologies de routage des ordres, afin de maximiser les volumes d'ordres et de limiter les coûts de transaction marginaux.



LES ENTREPRISES SURVIVANTES :

- > Géreront leurs programmes MiFID afin d'atteindre un niveau de conformité minimale
- > Resteront en retrait, attendant que les leaders du marché donnent le 'La'
- > Différeront les dépenses d'investissement, au risque de perdre leurs clients au profit des leaders du marché.



LES ENTREPRISES EN PERTE DE VITESSE :

- > Ne prendront aucune initiative, tant qu'elles n'y seront pas forcées par le législateur
- > Calqueront leurs politiques d'exécution sur celles des autres, ce qui leur suffira pour se mettre en conformité, mais pas pour différencier leur offre de produits et service.

## Conclusion

Quoique en conformité avec la législation, les sociétés de services financiers européennes, parce qu'elles diffèrent leurs investissements, ne sont pas prêtes aujourd'hui à affronter la concurrence sur le marché qui voit le jour depuis le 1er novembre 2007. Si la fragmentation du marché suit de près l'entrée en vigueur de la MiFID, les entreprises qui n'auront pas investi et seront incapables de produire des statistiques fiables sur la qualité d'exécution de leurs ordres, pourront voir leurs efforts marketing contrariés lorsque le moment sera venu – dès octobre 2008 – de comparer les lieux d'exécution des ordres.

Quelles mesures peuvent prendre les entreprises pour prospérer ?

La plupart des établissements financiers ont déjà commencé à rédiger et à distribuer de nouveaux contrats clients, afin de présenter les grandes lignes de leurs politiques d'exécution des ordres. Plutôt que de se contenter d'une stratégie passe partout, ces entreprises doivent envisager d'adapter leurs politiques d'exécution à leurs principaux clients, en s'efforçant d'anticiper les facteurs et les lieux de négociation qui leur permettront d'offrir à chacun d'eux un service optimal. Elles pourront ensuite, en s'appuyant sur une approche ciblée du marché, budgéter l'amélioration des procédures et des systèmes, en s'appuyant notamment sur l'utilisation proactive d'outils d'analyse des coûts de transaction pour démontrer la qualité de leur politique d'exécution.

**Pour plus d'information, merci de nous contacter à :**  
**[Eric.colleville@atos-consulting.com](mailto:Eric.colleville@atos-consulting.com)**

## A propos d'Atos Origin

Atos Origin est l'un des principaux acteurs internationaux dans les services informatiques. Sa mission est de traduire la vision stratégique de ses clients en résultats par une meilleure utilisation de solutions de conseil, intégration de systèmes et infogérance. Implanté dans 40 pays à travers le monde, Atos Origin réalise un chiffre d'affaires annuel de 5,4 milliards d'euros avec un effectif de plus de 50 000 personnes. Atos Origin est le partenaire informatique mondial des Jeux olympiques et le Groupe compte parmi ses clients de grands comptes internationaux dans tous les secteurs d'activité. Atos Origin est coté sur le marché Eurolist de Paris et exerce ses activités sous les noms d'Atos Origin, Atos Euronext Market Solutions, Atos Worldline et Atos Consulting™.

## A propos d'Atos Consulting

Atos Consulting, le pôle conseil mondial d'Atos Origin, est l'un des leaders sur le marché des services de conseil en management et en systèmes d'information. Avec plus de 2 500 collaborateurs dans le monde, Atos Consulting s'est fixé pour mission d'apporter des solutions éprouvées et pragmatiques à ses clients dans les télécommunications, l'industrie, les services financiers et le secteur public.