

Analyse



2012

Réseau **Financement
Alternatif**
Ensemble, changeons la finance


FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

Afin de permettre une meilleure intégration des marchés financiers européens et afin d'en améliorer l'efficacité, la transparence et la protection des investisseurs, la Commission européenne a voté, en 2004, la directive MiFID supplantant la directive 93/22/CEE du Conseil européen. Cette directive a profondément modifié le système boursier européen ! Qu'en est-il de son application concrète et des conséquences sur l'organisation et l'efficience des marchés boursiers, pour les investisseurs et les gestionnaires de plates-formes électroniques d'échange ?

Introduction

Lorsqu'une personne voulait investir en Bourse dans les années 1980, la tâche qu'il devait accomplir et les moyens qu'il devait mettre en œuvre étaient largement plus complexes qu'aujourd'hui. Traditionnellement, un client de détail désirant acheter des actions en Bourse devait prendre son téléphone et pouvait contacter une ou plusieurs banques afin d'évaluer les prix. Tous ces efforts constituaient des frais de recherche imputés au client final. En plus de la recherche, le client devait assurer la rémunération de toute l'équipe technique, les *middle* et les *back offices*¹, chargés de l'exécution des ordres sur les marchés réglementés, avec toutes les risques d'erreurs d'encodage que cela comporte. Les plates-formes se sont développées en réponse à ces problèmes de coût, d'intermédiaires et d'organisation.

Aujourd'hui, mêmes des "petits portefeuilles" peuvent acheter des actions et s'introduire en Bourse, et les publicitaires savent comment les attirer. Ces derniers ont désormais le droit de nous bombarder de publicités afin de nous faire connaître les produits financiers et les services disponibles sur le marché. Même lors d'une simple visite sur leur site internet, des publicités très alléchantes tentent rapidement de vous séduire. À côté des annonces publicitaires, tout est fait pour faciliter le passage à l'acte : compte d'essai gratuit, possibilité de débuter hors ligne pour se familiariser à la plate-forme, crédit gratuit à la création du compte, abonnements offerts à des revues financières, etc.

¹ Ce que l'on appelle communément *middle et back office* se rapporte aux intermédiaires nécessaires à l'exécution des ordres financiers. Le *middle office* est l'équipe technique qui assure la validation des opérations négociées par les traders du *front office*. Le *back office*, quant à lui, s'occupe de la confirmation, du paiement des opérations, etc.

La directive MiFID

La directive MiFID² est entrée en vigueur en novembre 2007 et concerne les marchés des instruments financiers³. Elle abroge la directive 93/22/CEE sur les services d'investissement qui avaient pour objectif de libéraliser les accès aux Bourses de valeurs mobilières d'une part et d'autre part aux marchés des instruments financiers à certaines entreprises d'investissement.

Afin d'assurer une meilleure intégration des marchés financiers européens, la MiFID s'est fixée 3 grands objectifs⁴ :

- Premièrement celui de garantir une meilleure protection de l'investisseur. Les entreprises financières sont tenues de classifier leurs clients par **catégories d'investisseurs** et seront ensuite soumises aux règlements adéquats. En fonction de la catégorie, l'entreprise aura besoin de plus d'informations concernant leurs clients de manière à pouvoir leur fournir les produits adéquats et les informer au mieux du risque auquel ils sont confrontés. Les clients se distinguent par leurs compétences et leurs activités professionnelles ou non. On distinguera les clients de détail des clients professionnels. Une fois le client identifié, les entreprises d'investissement seront tenues de dresser un profil par client : détaillé, limité ou sans profil. Ce dernier définira les devoirs et obligations de chacune des parties l'une envers l'autre.
- Deuxièmement, celui **d'augmenter la concurrence** faite aux places boursières traditionnelles. La directive vise à multiplier les plates-formes d'exécution en créant un climat européen de concurrence. Ceci devant permettre une forte diminution des frais de courtage et des droits de garde usuellement applicables.
- Dernièrement, celui **plus de transparence** en assurant l'application du principe de *meilleur résultat possible* pour les clients. Les entreprises d'investissement doivent impérativement prendre toutes les mesures nécessaires, tant dans le choix des produits financiers que dans le choix des plates-formes, afin de satisfaire *au mieux* les intérêts de leurs clients. Ces intérêts sont définis en termes de coûts et de frais d'exécution les plus bas possibles.

2 MiFID : Markets in Financial Instruments Directive – Directive concernant les marchés d'instruments financiers.

3 Elle modifie les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, et abroge la directive 93/22/CEE du Conseil.

4 Source : Febelfin, disponible en ligne sur : <<http://www.febelfin.be/fr/placements/mifid>>, consulté le 18 mai 2012.

Autrement dit, la grande mutation que cette directive apporte au monde financier européen réside dans la diversification des lieux de rencontre entre les intérêts vendeurs et acheteurs : on passe de quelques marchés réglementés organisés à une multitude de plates-formes décentralisées, appelées systèmes multilatéraux de négociation.

La Bourse en ligne

Un système multilatéral de négociation (MTF⁵) est “*un système multilatéral, exploité (par une entreprise d’investissement ou un opérateur de marché, qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d’une manière qui aboutisse à la conclusion d’un contrat*

Aujourd’hui, il existe des dizaines de plates-formes telles que Turquoise, Chi-X Europe, Bats Europe ou Nasdaq OMX Europe, Keytrade Bank, Rabobank.be pour n’en citer que quelques-unes implantées sur le sol européen⁶.

Les plates-formes se distinguent les unes des autres par les règles de fonctionnement et par la technologie et les services qu’elles offrent aux clients. Chacune possède son interface propre et met l’information en évidence à sa manière.

Il existe certaines règles de fonctionnement applicables à toutes les plates-formes. Elles relèvent de la rencontre entre les intérêts acheteurs et vendeurs qui doit se passer de façon non discrétionnaire, c’est-à-dire sans marge de manœuvre possible de l’entreprise d’investissement qui est obligée de laisser les ordres d’achats et de ventes se rencontrer sans intervenir de quelque manière que ce soit. Un marché respectant un ensemble de règles liées à l’admission des membres, à l’admission des instruments à la négociation, aux négociations entre les membres, à la notification des transactions est considéré comme un marché réglementé ou un MTF.

Dès lors, les plates-formes se distinguent dans les possibilités d’investissement qu’elles proposent aux clients. Ces possibilités sont contraintes par l’agrément accordé dans le pays d’origine. La directive dicte la manière dont l’agrément est accordé et révisé, les compétences que les gestionnaires des plates-formes doivent posséder et les produits et services financiers qu’ils peuvent proposer.

5 MTF : Multilateral Trade Facilities, définition anglaise du Système Multilatéral de Négociation (SMN).

6 Les banques et organismes financiers ont aussi la possibilité de créer leur propre MTF. Les services proposés par ces acteurs vont au-delà de l’accès à la plate-forme : ils offrent aussi des comptes à vue et des comptes d’épargne. Certains opérateurs se limitent à certains produits afin d’en assurer une meilleure gestion.

L'admission comme prestataire de services d'investissement est délivrée par l'autorité compétente de l'État d'origine et l'agrément est valable dans le reste de l'Union Européenne. Les entreprises ont le droit de créer des filiales dans un pays membre ou d'y étendre l'accès à leur(s) plate(s)-forme(s). Les États membres veilleront à ce que certaines règles soient respectées. Ces règles concernent :

- les ressources financières initiales pour les activités proposées ;
- l'expérience professionnelle des personnes gérant les entreprises d'investissement ;
- les capacités des clients.

Ces règles vont définir le champ d'activités, le type de produits et les services que les entreprises d'investissement peuvent proposer.

Les produits, instruments et services financiers que ces gestionnaires peuvent fournir sont dictés par la directive et figés au moment de l'obtention de l'agrément. Les services incluent notamment la réception et transmission d'ordres, l'exécution des ordres au nom du client, la négociation pour compte propre, les conseils en investissement, etc. Les instruments financiers que les entreprises peuvent proposer sont : des valeurs mobilières, des instruments du marché monétaire (à l'exception des instruments de paiement), des parts d'organisme de placements collectifs, des contrats de tout genre (contrats d'option, contrats à terme, contrats dérivés sur des valeurs mobilières, des matières premières⁷...). On le voit, une large gamme de produits est désormais accessible aux investisseurs grâce à ces plates-formes.

Les investisseurs sont classés par catégorie. Ce classement va spécifier les droits et obligations des clients envers la plate-forme et vice versa. Le gestionnaire a le devoir de récolter de l'information suffisante à propos de ses clients afin de leur proposer les produits et services financiers adaptés à leurs "profil d'investisseur". Le client, de son côté, doit déclarer avoir une compétence en matière d'investissement afin que le gestionnaire puisse le catégoriser de façon précise.

Afin de remplir les objectifs de la directive, les entreprises d'investissement ont aussi un devoir de transparence à respecter. Elles ont le devoir d'afficher les prix fermes, négociés sur les marchés réglementés et l'obligation d'exécuter les ordres aux prix affichés.

⁷ Arnaud Zacharie, secrétaire national au CNCD-11.11.11, insiste sur l'importance d'une réglementation fixe sur les investissements boursiers et spéculatifs faits sur les matières premières, contrats qui ne sont pas couverts par la directive. Consulté sur <<http://www.cncd.be/Pour-une-reglementation-stricte-et>>, le 18 mai 2012.

Jusqu'à présent, nous avons mis en évidence les effets de la directive sur les marchés financiers européens. Ces règles ont créé un environnement propice à la concurrence avec les Bourses traditionnelles, en permettant notamment une diminution des commissions et frais de courtage, un accès plus rapide à l'information et une gamme de produits et de services financiers mieux adaptés aux clients professionnels et de détail.

Cependant, il reste un point sur lequel la directive est restée assez floue. Il concerne les transactions qui sont effectuées entre les membres et utilisateurs d'une plate-forme.

L'article 14, alinéa 3 de la MiFID, stipule que les États membres doivent veiller à ce que certaines règles, "*ne soient pas applicables aux transactions conclues en vertu des règles régissant un MFT entre ses membres ou participants ou entre le MFT et ses membres ou participants en liaison avec l'utilisation du MFT*". Ces règles concernent notamment des règles de conduite pour la fourniture de service d'investissements à des clients (article 19), l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client (article 21) et encore les règles relevant du traitement des ordres de clients (article 22). Les entreprises d'investissement respecteront toutefois leurs obligations relatives aux articles 19, 21 et 22 lorsqu'elles agissent pour compte de leur client et exécutent leurs ordres sur un MTF.

Cependant, certains ordres sont exécutés en dehors des marchés réglementés. La directive prévoit alors que le gestionnaire doit avoir obtenu l'accord préalable des investisseurs avant de pouvoir exécuter leurs opérations hors des marchés réglementés. Cet accord peut être global ou ne couvrir que des transactions déterminées.

Les ordres d'achat et de vente de titres effectués par les membres de la plate-forme se compensent entre eux et le gestionnaire de la plate-forme n'affichera finalement qu'un seul prix ferme sur les marchés réglementés.

Cela permet au gestionnaire de réunir les achats et ventes des participants de la plate-forme en se portant comme contrepartie des transactions selon les règles qui régissent le MTF. Chaque gestionnaire de plate-forme peut de cette manière fixer ces propres règles de fonctionnement et incitants afin d'attirer des membres potentiels.

Les ordres, qui sont passés hors des marchés réglementés, constituent ce que l'on appelle un *dark pool*. Aujourd'hui, la plupart des grandes banques ont leur *dark pool* qui leur permettent d'échanger quotidiennement de larges quantités de titres financiers, sans passer par le public. Ces opérations de *dark trading*, qui incorporent notamment les transactions de gré à gré, sont de plus en plus présentes sur les

Marchés non réglementés. Ces opérations sont non transparentes, opaques et très complexes. Elles vont à l'encontre des objectifs de transparence fixés par la MiFID et devraient donc être réformées⁸. Il s'agit principalement de définir les opérations dites de gré à gré afin de fixer des règles précises quant à leur utilisation.

Bien que les gestionnaires jouissent de la possibilité d'adapter toutes les règles de gestion interne pour être le plus rentable possible, certaines plates-formes ne sont, à ce jour, pas toujours un business profitable pour l'entreprise d'investissement. Ce secteur n'est qu'à l'aube de son histoire. Il semblerait d'ailleurs que la concurrence tarifaire qu'elles ont voulu imposer aux Bourses traditionnelles ne restreigne quelque peu leur rentabilité⁹.

Conclusion

Comme on a pu le voir au cours de cette analyse, cette directive a profondément bouleversé le fonctionnement des marchés financiers européens. La dispersion des lieux d'exécution des ordres boursiers et la concurrence entre ses places boursières nous montre à quel point la technologie informatique peut avoir de l'influence dans un monde où la finance est extrêmement mondialisée.

La directive MiFID, qui a pour principaux objectifs de protéger les investisseurs et de favoriser la concurrence et la transparence sur les marchés financiers, laisse pourtant se former légalement de larges plates-formes d'échanges régies par des règles obscures.

L'internalisation automatique des ordres entre acheteurs et vendeurs d'une même plate-forme met en doute l'efficacité de la directive, ce qui se traduit par des problèmes de protection des investisseurs, d'efficacité et de transparence des marchés. Cette directive a plutôt agi au détriment de la transparence des marchés financiers, en autorisant toute une série d'échange hors des marchés réglementés et donc hors de la MiFID elle-même.

On peut dès lors se demander si les investisseurs ne sont pas devenus, pour certains, de simples observateurs de tendances, qui agissent de manière impulsive en ne visant que le gain à court terme, sans réelle volonté de comprendre les enjeux.

8 Finance Watch a d'ailleurs lancé un appel le 25 avril 2012 à ce sujet, en insistant sur le besoin d'une définition claire du marché de gré à gré : <http://www.europolitique.info/business-comp-tivit/mifid-mifid-finance-watch-veut-une-d-finition-des-otc-art332629-8.html>

9 Consulté sur <<http://www.agefi.fr/articles/les-plates-formes-alternatives-laube-dune-consolidation-1120991.html>>, le 14 mai 2012.

De plus, il est légitime de s'interroger sur le risque encouru par les investisseurs. Est-il vraiment bien mesuré lorsqu'on investit de chez soi... Est-on à l'abri d'une panne d'électricité, d'une déconnexion internet ou d'une latence plus importante¹⁰ ? Le risque d'erreur ou de bugs est-il, quant à lui, correctement mesuré ? La directive impose à chaque entreprise d'investissement d'agir au mieux, compte tenu de la technologie existante. Mais est-ce vraiment suffisant ?

Une analyse complémentaire serait intéressante dans le but d'évaluer qualitativement et quantitativement les différentes plates-formes d'investissement et les services qu'elles offrent. Celle-ci pourrait se consacrer à analyser le mécanisme des *dark pool* et leurs effets sur la transparence et l'efficacité des marchés. Une autre analyse pourrait s'attarder sur le trading à très haute fréquence afin de comprendre comment les effets conjoints des avancées en technologie de l'information et la directive MiFID l'ont favorisé.

Antoine Fain
mai 2012

Retrouvez toutes
nos analyses sur
www.financite.be

10 Test-achats Invest a d'ailleurs soumis un questionnaire de satisfaction auprès des investisseurs belges afin de connaître leur degré de satisfaction. Malgré un sentiment global satisfaisant, il s'avère que de nombreuses plates-formes comportent encore des problèmes techniques tels que : indisponibilité du site internet, enregistrement incorrect des transactions, non-exécution des ordres, délai pour traiter les transactions... Il paraît que ce sont les opérateurs spécialisés dans des services limités et uniquement par internet qui opèrent le mieux. Consulté sur <<http://www.test-achats.be/invest/portrait-de-l-investisseur-en-ligne-partie-iii-s816184.htm>>, le 18 mai 2012.