

Les établissements financiers n'ont pas encore surmonté le casse-tête MiFID II

- Les acteurs des marchés financiers devront supporter le 3 janvier 2018 de lourdes contraintes.
- Mais environ 90 % des investisseurs ne seraient pas prêts.



La directive européenne MiFID II encadrera les activités de trading algorithmique à partir du 2 janvier 2018. Photo Bloomberg

RÉGULATION

Laurence Boisseau
@boisseaul

Plus que cinq mois pour tout finaliser. Le 3 janvier 2018 entrera en application MiFID II. Cette directive européenne qui renforce comme jamais le concept de transparence et améliore la protection des clients va provoquer des bouleversements majeurs pour le monde de la finance. « Trop lourdes ! Trop compliquées ! » Emmanuel de Fournoux, directeur des activités de marché à l'Amafi

(Association française des marchés financiers) résume ainsi les obligations qui vont peser sur les acteurs de l'industrie financière. Sans compter que certains textes (comme certaines lignes directrices de l'Esma, le régulateur européen) seront difficiles à appliquer début 2018 parce qu'ils sont publiés tardivement, parfois pas encore. Les régulateurs nationaux n'ont pas finalisé tous les détails. « Sans ces précisions, les banques sont obligées de faire des hypothèses sans être certaines que les directions prises seront en accord avec les orientations de l'Esma ou de l'Autorité des marchés financiers », expli-

que Antoine Pertriaux, associé chez Cognizant Business Consulting.

Pour autant, la Commission européenne, qui a déjà reporté d'un an l'entrée en vigueur de cette réglementation, n'accordera pas de nouveau délai. Selon une étude publiée début juillet par le cabinet de conseil JWG, 90 % des investisseurs institutionnels européens ne seraient pas prêts au 3 janvier. Ils ne seraient pas assez préparés et submergés par la nécessité de respecter le 1,4 million de paragraphes de la réglementation. 40 % auraient consacré un budget inférieur à 2 millions de livres (2,28 millions d'euros)

pour mettre en place MiFID II. Ce qui est très peu vu les bouleversements que la directive implique dans les systèmes d'information. « Beaucoup de chantiers restent encore à initier », commente Antoine Pertriaux.

Goulot d'étranglement

Devenues pléthoriques, les informations à communiquer au régulateur ou aux clients pourraient constituer un goulot d'étranglement voire entraîner une implosion du système. « Il y a un risque de blocage des marchés début janvier. Cette crainte est apparue depuis peu, quand les Bourses réglementées et les



Les objectifs de MiFID II

- Recentrer la négociation des actions et des dérivés sur des marchés réglementés et organisés.
- Étendre les règles de transparence pré et post-négociation (notamment sur les marchés obligataires).
- Promouvoir une concurrence équitable entre les lieux d'exécution des ordres par un alignement de leurs exigences organisationnelles.
- Encadrer les activités de trading algorithmique pour garantir la stabilité des marchés.
- Renforcer la protection des investisseurs (encadrement des commissions, information sur les frais et garantie d'un meilleur contrôle du principe de « best execution » des ordres).

plates-formes de négociation ont annoncé qu'elles ne mettraient pas en place leurs nouveaux systèmes avant décembre 2017. Or, quand une plate-forme modifie son système, le risque de dysfonctionnement est important. Il faut faire des tests entre les Bourses et ses membres et entre ses membres et ses clients », explique Emmanuel de Fournoux. Des centaines de plates-formes (sans compter celles qui vont se créer) feront leurs modifications en décembre 2017 à une période où d'habitude les déploiements informatiques sont gelés dans les établissements financiers. ■

DÉCRYPTAGE // Sans Londres, les nouvelles contraintes manquent de cohérence.

Y aura-t-il un MiFID III dans deux ans ?

MiFID II a été pensé dans une Europe à 28, c'est-à-dire avec le Royaume-Uni. Toutes les nouvelles obligations qui vont peser sur les acteurs des marchés financiers à partir du 3 janvier prochain ont été calibrées en prenant en compte la place financière de Londres, les volumes qui y sont traités et leur liquidité. Sans Londres, ces obligations auraient été sans aucun doute bien différentes parce que la physiologie des marchés n'aurait pas été la même.

Londres pèse en effet très lourd dans le marché européen. A titre d'exemple, plus de 80 % des « swaps » de taux d'intérêt libellés en euros sont traités outre-Manche. Qui plus est, le marché anglais capture 30 % des volumes des « dark pools » européens sur les actions. C'est à Londres aussi que les instruments financiers autres que des actions s'échangent principalement. Autrement dit, hors du Royaume-Uni, les volumes sont faibles. « Une sortie de ce pays de l'Union européenne remet en question certains concepts de la directive MiFID II. Au 3 janvier 2018, entreront en vigueur de nouvelles règles calibrées sur le marché européen global incluant le Royaume-Uni, qui, d'ici à deux ans, avec le Brexit, n'auront donc plus de consistance, voire de cohérence compte tenu du changement de périmètre », résume Antoine Pertriaux, associé chez Cognizant Business Consulting.

A titre d'exemple, une banque européenne qui réalise un pourcentage de transactions inférieur à celui requis sur le marché (disons 2,5 %) pourra, demain, tout à fait se retrouver au-delà de ce fameux seuil car la taille du marché aura diminué avec la sortie du Royaume-Uni. Il sera alors transformé en « internalisateur systématique » et devra en supporter les contraintes. Or ce seuil de 2,5 %, significatif sur un marché à 28, ne le sera pas forcément sur un marché amaigri du Royaume-Uni.

Des règles à recalibrer

Idem pour les « dark pools ». Aujourd'hui, ces derniers sont autorisés à condition de remplir deux conditions : que, individuellement, ils ne concentrent pas plus de 4 % d'un volume sur un produit échangé et que, collectivement, ils ne concentrent pas plus de 8 % du volume de ce même produit. Dès lors que l'on exclut 30 % des « dark pools », les règles calibrées par MiFID II auront-elles toujours un sens ? Sans doute que non. Il faudra donc repenser à nouveau toutes les obligations. A peine MiFID II sera-t-elle entrée en vigueur qu'il faudra réfléchir à des changements réglementaires. « Nous ne sommes pas au bout de nos peines », résume Antoine Pertriaux, consultant chez Equinox, associé chez Cognizant Business Consulting. — L. Boi.

Les quatre points de blocage

Les prestataires de services d'investissement manquent d'informations sur quatre dispositions clés pour se préparer à l'échéance.

ENCADREMENT DE LA NÉGOCIATION DE GRÉ À GRÉ

Mifid 2 restreint le périmètre de la négociation de gré à gré en imposant une obligation de négociation des actions, et des produits dérivés éligibles à la compensation (« swaps » de taux d'intérêt et CDS sur indices) sur des lieux d'exécution organisés. Dans ce cadre, une nouvelle catégorie de plate-forme dite « OTF » (« organized trading facilities »), dédiée aux instruments « non equity » (non actions) va faire son apparition. « Ceux qui devront créer une OTF se demandent encore comment organiser de manière électronique des transactions sur des instruments qui se négocient encore largement de gré à gré, en particulier les produits obligataires ou dérivés, quand on ignore toujours si la liquidité de ces produits sera jugée suffisante par le régulateur pour être éligibles à la négociation sur ces nouvelles plates-formes de négociation », note Nicolas Ramlot, manager au sein de 99 Advisory. Même problématique pour des prestataires qui exécutent des ordres de leurs clients hors d'une plate-forme et qui se portent directement contrepartie. A partir de certains seuils, ils devront se déclarer comme « internalisateurs systématiques ». Mais, les seuils n'ont pas encore été définis. Car pour ce faire, il faut disposer des données du marché, calculées selon la méthodologie de MiFID II. Il faudra donc attendre que les marchés s'organisent pour avoir le recul suffisant

RENFORCEMENTS DES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE PRÉ ET POST-NÉGOCIATION

Les prestataires, soumis aux déclarations des opérations, doivent avoir obtenu auprès de l'Insee un numéro identifiant, le LEI (Legal Entity Identifier). Tous ne le savent pas encore. Si ce numéro est manquant, la déclaration ne peut pas se faire. Les contreparties asiatiques n'ont pas cette obligation. Mais si elles n'ont pas ce numéro, il ne peut y avoir de transaction. Un vrai casse-tête. Dans la partie post-trading, un nouvel outil de reporting consolidé sera mis en place pour centraliser les informations sur le prix et le volume des transactions sur un titre, quel que soit le lieu de négociation. Ce système s'appuie sur des dispositifs de publication agréés, les APA, qui collecteront l'information auprès de chaque plate-forme. Pour l'heure, les exigences que ces entités doivent remplir pour être agréées ne sont pas claires. « Il y a une sorte de zone grise », note un consultant. Enfin, autre sujet complexe lié au reporting, les prestataires doivent pouvoir restituer au régulateur toute l'information qui permettra de retracer une transaction du début à la fin. Or, ces informations sont dispersées à travers la banque.

ENCADREMENT DES « DARK POOLS »

Les échanges sur les « dark pools », qui se font en dehors des plates-formes régulées, répondront à de nouvelles règles. Le trading anonyme sur une action donnée sera limité à 8 % du montant total traité sur elle, dans l'ensemble de l'Union européenne. Quant aux transac-

tions sur un titre sur telle ou telle plate-forme « dark pool », elles ne pourront excéder 4 % du total des transactions sur ce titre. Si jamais les plafonds venaient à être dépassés, les « dark pools » seraient interdits pendant six mois. Or, selon Rosenblatt Securities, 74 % des grosses capitalisations en Europe (hors Royaume-Uni) dépasseront ces plafonds. « Les marchés seront un peu curieux. Pendant six mois, les « dark pools » pourront être utilisées, puis elles seront interdites, puis les six mois d'après, à nouveau autorisées », note un consultant. Difficile d'en déduire l'impact sur un titre mais les plafonds ne semblent pas bien calibrés.

INFORMATIONS SUR LES COÛTS ET FRAIS DES PRODUITS VENDUS

Gros sujet de MiFID 2, lié à la protection des investisseurs, les informations sur les coûts et les frais des produits ou services doivent être transmises au client de manière très détaillée. Cela nécessite la publication de nombreuses données, comme les frais de structuration, de distribution, de gestion, les commissions de courtage, de conseil... Un travail de titan pour les producteurs comme les distributeurs de produits qui doivent mettre à niveau les reportings, sans savoir non plus très bien jusqu'à quel niveau de détails ils doivent aller. « Il a fallu attendre le 6 juin pour disposer d'un texte à peu près clair de la part de l'Esma. Mais la méthodologie de calcul des coûts n'est toujours pas fixée ni le format des informations à communiquer aux clients », explique un consultant. — L. Boi.

3 QUESTIONS À... JEAN-MARIE CATALA

Directeur général délégué chez Groupama AM

« On estime les coûts de mise en œuvre de MiFID II entre 1.000 et 2.000 jours-homme »



Propos recueillis par Sophie Rolland @Sorolland

1 A moins de six mois de l'entrée en vigueur de MiFID II, les sociétés de gestion françaises vous paraissent-elles suffisamment préparées ?

Les sociétés de gestion sont dans une situation très difficile : elles doivent à la fois faire évoluer leurs outils, leurs processus et, pour certaines, leur organisation, afin d'être prêtes dès le 2 janvier 2018. Mais les discussions européennes sont si longues que, à six mois de l'échéance, elles ne connaissent même pas tous les détails qui leur permettraient de lancer les développements informatiques nécessaires. Pour une société de gestion moyenne ou grande, on estime les coûts de mise en œuvre de MiFID II entre 1.000 et 2.000 jours-homme, auxquels il faut rajouter les coûts d'accès aux données et les éventuelles licences de nouveaux outils.

2 Dans le travail mené pour transposer les nouvelles règles, quels aménagements jugez-vous les plus positifs ?

Dans le cadre de l'AFG et de l'Efama, nous avons travaillé à obtenir un accord européen sur les modalités de mise en œuvre de la gouvernance produit. L'objectif était que, dans le cadre d'une distribution d'OPCVM paneuropéenne, les règles opérationnelles s'appliquent partout de la même façon. Un sujet de satisfaction est d'avoir réussi à mettre en place une grille de lecture paneuropéenne des 5 thèmes de la gouvernance produit – le type de client, son expérience financière, sa capacité à absorber les pertes, ses objectifs, sa tolérance au risque. Par ailleurs, un format d'échange de fichiers normalisé au niveau européen est en train d'être formalisé.

3 Y a-t-il encore des sujets non résolus ?

Oui, en particulier celui des coûts de transaction. Le principe est que le client doit connaître l'ensemble des coûts qui impactent le rendement de son produit. Pour les actions, c'est simple, il suffit de retenir les frais de courtage. En revanche, dans le cas des obligations, il existe une fourchette de prix qui prend en compte non seulement le coût de transaction mais aussi d'autres paramètres comme la liquidité du marché, la qualité de l'émetteur, la zone géographique et le coût de la recherche. Le régulateur a donc opté pour un forfait fixé à 50 % de la fourchette de prix. Cela paraît simple, mais l'application de ce principe peut devenir très complexe et coûteux selon les modalités retenues ! Enfin, nous devons intégrer à l'horizon 2020 le décalage entre le prix au moment du passage de l'ordre et le prix d'exécution. ■