

## >> La MIF ou beaucoup de bruit pour rien ?

**Olivier WALTER, Manager**

Quelques mois après l'entrée en vigueur de la directive MIF, force est de constater que la révolution annoncée sur la fin des monopoles des marchés réglementés n'a pas encore eu lieu dans les pays concernés. NYSE-Euronext a perdu dans les textes son monopole mais le conserve encore quasiment de fait sur les transactions sur marché réglementé en France, en Belgique, en Hollande et au Portugal. Beaucoup d'annonces de lancement de systèmes concurrents, tant sur l'exécution que sur le Règlement/Livraison, ont précédé le 1<sup>er</sup> novembre, mais peu ont jusqu'à présent été suivies de faits. En voici donc un état des lieux.

### >> Le relatif ancrage d'un acteur

La liste des MTF<sup>(1)</sup> tenue à jour par le CESR<sup>(2)</sup> comportait 102 noms à la fin février, en prenant en compte les anciens ATS<sup>(3)</sup> autorisés dans certains pays européens avant la mise en place de la MIF (essentiellement anglais) et également des marchés comme Powernext ou le Marché Libre de NYSE-Euronext. La liste se réduit considérablement si on ne prend en compte que les MTF concurrents des marchés historiques et réellement actifs, surtout pour un investisseur sur des valeurs françaises.

Le premier MTF paneuropéen et opérationnel, Chi-X avait commencé son activité dès fin mars 2007 sur des valeurs anglaises et allemandes, alors que la réglementation de ces pays l'y autorisait déjà. Une fois la directive entrée en vigueur, les actions cotées furent rapidement étendues aux « *blue chips* » françaises, anglaises, allemandes, suisses et hollandaises (soit plus de 200 valeurs).

Chi-X a beaucoup fait parlé de lui puisqu'il illustre parfaitement et de façon réelle, la fin des monopoles des marchés réglementés voulue par la Commission Européenne permettant l'émergence de nouveaux acteurs et donc d'une concurrence bénéfique pour les investisseurs.

Le slogan marketing de Chi-X « *Faster, Cheaper, Smarter* » (dont la cotation à trois décimales) a d'ailleurs séduit de grands acteurs sur les marchés financiers comme BNP Paribas, Cheuvreux, Crédit Suisse, Dexia Securities, Kepler, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale ou encore UBS (certains d'entre eux ont pris une participation dans la société Chi-X Europe Limited).

Le premier MTF paneuropéen arrive à capter une part significative des volumes traités sur quelques grosses valeurs. Ainsi, sur certaines journées du dernier trimestre 2007, environ 20 % du volume traité (hors OTC) sur quelques actions comme celles de Phillips ou ING, l'a été sur Chi-X. Sur ses 10 premières valeurs les plus actives, Chi-X capte de façon constante de 2 à 9 % du volume traité quotidiennement. A terme, cette liquidité devrait en attirer davantage, notamment celle apportée par les arbitragistes mais également celle routée par les *smart order routers* des brokers, obéissant aux règles de *best execution* qui leur auront été implémentées.

### >> Et à part Chi-X ?

Tradegate est un autre MTF lancé par le broker et *market maker* allemand éponyme. ATS sur les valeurs allemandes avant le 1<sup>er</sup> novembre 2007, il a étendu ensuite ses activités aux valeurs de différents grands indices comme le CAC40, le SBF120 ou l'Eurostoxx50.

Tradegate est un lieu d'exécution accessible aux particuliers grâce à Cortal-Consor qui met en avant la possibilité de négocier les valeurs françaises, de 08h00 à 22h00.

Equiduct, sphinx de l'ancien Easdaq, annonçait avant le 1<sup>er</sup> novembre vouloir offrir un large panel de services couvrant les besoins générés par la directive : plateforme de négociation (MTF), transparence pré et post-transaction, reporting, accès aux différents pôles de liquidité avec une connexion unique, internalisation en marque blanche.

Il semblerait que l'offre ait été revue à la baisse puisque seuls sont mis en avant l'internalisation des ordres et le routage vers les différents pôles de liquidité européens dans le respect de la politique de *best execution* du client.

### >> Turquoise ?

Concernant Turquoise, autre MTF annoncé longtemps à l'avance, il n'est toujours pas actif et aucune date précise de démarrage n'a été communiquée. Était-ce seulement un « coup de bluff » des grandes banques actionnaires pour inciter les marchés réglementés à baisser leurs tarifs ? Un CEO a été nommé mais l'information reste diffusée au compte goutte. Tout juste sait-on que Turquoise aura deux carnets, l'un classique, l'autre de type *dark pool* et que certains actionnaires de Turquoise sont également actionnaires de Chi-X. Comme si chaque plateforme était une couverture du risque d'échec de l'autre.

Enfin, Nasdaq OMX a récemment annoncé qu'il lancera en septembre 2008 une plateforme de trading assurant également le routage des ordres vers d'autres pôles européens de liquidité. Ce MTF permettra de traiter 300 des valeurs les plus actives des principaux marchés européens.

## >> Des effets immédiats

Bien qu'embryonnaire, cette nouvelle concurrence est réelle et a obligé de nombreux marchés historiques à modifier leur offre, que ce soit par une baisse des tarifs ou par de nouvelles fonctionnalités comme l'internalisation des ordres issus d'un même intermédiaire. L'ouverture du marché a donc déjà eu les effets escomptés.

Une première en France : on peut voir depuis quelques temps sur des chaînes de télévision une publicité de NYSE-Euronext vantant l'efficacité de sa plateforme européenne.

Afin de compléter son offre, NYSE-Euronext projette également de lancer *Smartpool* au 2<sup>e</sup> trimestre 2008, en partenariat avec BNP Paribas et HSBC. Ce sera une plateforme électronique de négociation de blocs. Il s'agit d'un *dark pool*, c'est-à-dire d'un MTF exempté par l'article 29 de la directive des obligations de transparence pré-trade (mais pas post-trade). Permettant aux investisseurs de négocier sans révéler leur identité, les prix et les quantités de leurs ordres, l'avantage est de réduire l'impact de marché.

La croissance aux Etats-Unis des *dark pools* est particulièrement importante. Un rapport récent d'Aite Group estime que les plateformes de négociation de blocs ont déjà traité 4,5 % des volumes échangés aux Etats-Unis au 2<sup>e</sup> trimestre 2007. TABB Group estime que cette part devrait passer à au moins 15 % en 2010. NYSE-Euronext et ses partenaires considèrent que les changements occasionnés par la MIF entraîneront à terme une croissance similaire en Europe. Peu de temps avant l'entrée en application de la directive MIF, NYSE-Euronext confiait que les *dark pools* étaient ses principaux concurrents, jugés plus dangereux que les MTF « classiques » comme Chi-X.

Alors que la directive s'attache à protéger les investisseurs particuliers, on pourrait regretter que ces pôles de liquidité ne leur soient pas accessibles. Si c'est pour éviter les effets d'un marché insuffisamment atomisé et trop loin des hypothèses de « concurrence parfaite »<sup>(4)</sup> alors cela ne semble effectivement pas utile. Mais surtout, on peut se demander s'ils ne contribuent pas à une diminution de la qualité de la *best execution* en captant une partie non négligeable de la liquidité des marchés classiques et en ne pouvant être pris en compte par les *smart order routers*.

(4) Les décisions individuelles des acteurs n'ont pas d'effet marginal - (5) IS : internalisateurs systématiques.

## OFFRE OTC CONSEIL

OTC Conseil continue de vous accompagner sur la MIF :

Etude et améliorations à apporter aux outils et aux processus au regard des premiers mois d'activité et des difficultés rencontrées.



## >> Qui internalise ?

Alors qu'aux Etats-Unis les grandes banques essayent quasiment systématiquement de « croquer » les ordres de leurs clients avant de les router vers un pôle de liquidité, il est surprenant, maintenant que la MIF autorise le regroupement et facilite l'internalisation, qu'il n'y ait qu'une douzaine d'IS<sup>(5)</sup> recensés sur le site du CESR.

Avec un fonctionnement et des obligations (pour les valeurs liquides) pouvant être comparés sur bien des points à ceux des *markets makers* si nombreux à Londres, les IS ont pourtant l'avantage d'avoir une totale indépendance vis-à-vis des marchés centralisés.

Quatre mois après son entrée en vigueur, il s'avère que la Directive MIF a eu finalement beaucoup plus d'impact sur l'organisation des entreprises d'investissement, que ce soit dans la gestion de la relation avec les clients, la gestion de la *best execution*, les reportings, la transparence sur les frais et la gestion des conflits d'intérêt, que dans la répartition de la liquidité au profit de l'investisseur final.

Malgré tout, la pression des évolutions a conduit par anticipation les acteurs à réduire leurs prix.

De ces nouvelles contraintes, certains essayent cependant avec un certain succès de retirer un avantage concurrentiel. Avec la MIF, le client est le roi ●

## RÉTROSPECTIVE

### OTC Conseil et GRITA

## Monitoring des abus de marché – Une offre innovante

OTC conseil a eu le plaisir de recevoir GRITA, éditeur de solutions compliance, afin d'échanger avec un panel d'acteurs de la finance sur les enjeux et la complexité du monitoring des abus de marché, directive entrée en vigueur depuis Juillet 2006.

Cet événement a été l'occasion de faire le point sur le niveau de maturité des entreprises d'investissement et d'échanger sur les *best practices* autour de l'offre innovante de GRITA qui propose une large gamme de modèles de détection des abus de marchés.

Les intervenants étaient : Eric PARISOT - GRITA / Mathias AUGUY - Natixis Securities / Benjamin MONIVIT - Bear Sterns et Jean-Baptiste PRÉVOTEAU - OTC Conseil.

VOTRE CONTACT  
OTC CONSEIL

Jean-Baptiste PRÉVOTEAU – [jbprevoteau@otc-conseil.fr](mailto:jbprevoteau@otc-conseil.fr)