

>> MiFID : quel premier bilan ?

Jean-Baptiste PRÉVOTEAU, Manager

Invité à la conférence EFE / OTC Conseil des 28 & 29 mai 2008, Christophe DAL DEGAN, Trading Manager chez Cortal Consors, revient sur la configuration des marchés post MiFID, les tendances et les évolutions attendues chez les principaux acteurs.

INTERVIEW



Christophe DAL DEGAN

Quels sont les impacts de la MIF dans la relation client ?

La MIF impose effectivement une classification en trois catégories selon l'expérience du client avec un niveau de protection décroissant en fonction de son niveau d'expertise. Pour le client particulier identifié comme « client non professionnel », la MIF n'a pas bouleversé sa relation

avec l'intermédiaire financier, en dehors d'appartenir à une catégorie et de s'être vu proposer un test d'adéquation pour définir son profil. Le bilan 6 mois après : le courtage payé à l'intermédiaire est similaire et surtout le niveau de fragmentation des marchés reste faible ; les intermédiaires financiers doivent intégrer les dépenses effectuées en 2007 pour être conformes aux obligations réglementaires. De plus, le contexte conjoncturel sur le premier trimestre implique pour l'exercice 2008 une attention particulière sur l'évolution des coûts associés et le taux de fragmentation attendu. La concurrence voulue par la MIF n'a pas encore produit d'effets sur l'ensemble des acteurs. Du côté des banques, le test d'adéquation (*appropriatives*) représente une véritable opportunité pour obtenir des éléments de profilage client. A ce titre, une meilleure connaissance du client permet d'améliorer l'offre des banques en proposant des services à valeur ajoutée beaucoup mieux ciblés par nature de client et surtout plus transparents. Cette refonte de la relation client conduite par ce nouvel environnement réglementaire devrait faire émerger des outils CRM sophistiqués pour piloter la commercialisation des services en fonction des différentes situations et des évolutions du profil client.

« La meilleure connaissance du client permet d'améliorer l'offre des banques en proposant des services à valeur ajoutée beaucoup mieux ciblés par nature de client. »

Quels sont les freins à l'établissement de cette concurrence et pourquoi les effets n'ont pas été immédiats ?

Pour bien appréhender les enjeux, il faut analyser les différents niveaux de la chaîne de valeur qui ne se trouvent pas au même stade concurrentiel. S'agissant de la partie négociation, les bourses historiques continuent de concentrer la liquidité en tant que « référents » alors que les opérateurs de plateformes alternatives dans ce domaine tentent progressivement de prendre des parts de marché. A ce titre, on surveillera ces évolutions : par exemple, la plateforme « Turquoise » dont le lancement est prévu pour août 2008, initiative à laquelle participent les grandes banques anglo-saxonnes et certaines européennes représentant « d'après leurs analyses et leurs objectifs » un potentiel de l'ordre de 30 % des échanges en volume sur valeurs européennes. Les prochains mois seront déterminants et nous serons attentifs au déplacement de la liquidité et à son accessibilité, reflet des intérêts de marché et des instructions gérées dans les carnets. La baisse des prix déjà amorcée par les bourses devrait donc se poursuivre sur la chaîne opérationnelle des traitements. D'autres initiatives comme « Equiduct » ont été communiquées et « CHI-X » poursuit son évolution avec les valeurs européennes.

Sur la partie *clearing*, le code de bonne conduite relatif à l'interopérabilité permettant de fluidifier les échanges en amont n'a pas produit les effets escomptés ; les principaux acteurs que sont les chambres de compensation gérant au mieux le jeu de l'ouverture. Ceci dit les prix devraient également continuer de baisser mais de manière moins significative et immédiate que sur le trading.

Enfin, concernant le dernier segment de traitement, celui du post marché, les coûts globaux à prendre en compte intègrent ceux du Règlement/Livraison et du réaligement multi lieux d'exécution. Les plateformes alternatives induisent par effet de fragmentation une problématique connexe sur le périmètre des valeurs traitées. La concurrence est en réalité inexistante. Ce coût est justement le plus élevé notamment sur des opérations transfrontalières au sein même de l'Europe. Il est au final supporté par le client. Toutefois, le projet Target 2 Securities devrait permettre, au moins sur le périmètre NYSE-Euronext, une réduction des prix qui pourrait bénéficier au client final.

En quoi la MIF devrait impacter la relation buy side / sell side ?

En effet, un bouleversement est en train de s'opérer du côté Sell side avec une véritable explosion du principe « d'unbundling⁽¹⁾ », qui n'est pas un effet direct de la MIF. La réduction de la liste des brokers sélectionnés (*best selection*) par les Buy side met le périmètre des brokers sous pression avec des critères plus précis, notamment sur la capacité à produire la *best execution*, à accéder à plusieurs pôles de liquidité et à proposer des prix d'exécution très bas. Le paysage de cette industrie, exposée à gérer cycliquement le sujet de la surcapacité, devrait se reconfigurer au profit des grands acteurs sur l'intermédiation, peut-être par des phases intermédiaires de consolidation, mais laissant la place pour exploiter certaines niches locales et thématiques.

Concernant la relation Buy side/Sell side, la MIF ne devrait pas être un facteur de désintermédiation. L'accès des Buy side au marché via les instructions routées (DMA⁽²⁾), directement aux *Dark Pools* ou encore la tendance à l'internalisation des tables de négociation n'est pas nouvelle. Les taux liés à ces activités doivent être analysés structurellement pour les carnets d'instructions et les profils des donneurs d'ordres, sources émettrices. L'activité d'Exécution reste une activité à part entière, avec des coûts d'investissement, des technologies en constante évolution, avec des critères basés par exemple sur la vitesse d'exécution : la notion temporelle est à mettre en relief avec la prise en compte du cycle global de traitement d'une instruction incluant la récupération de données de marché comparatives quel que soit le lieu d'exécution pour l'impact lié à la fragmentation des marchés. La réconciliation des données de marché et les traitements associés impliquent une gestion « coordonnée » avec tous les acteurs de la chaîne opérationnelle qu'ils soient internes ou externes.

Quels sont les critères de choix pour se connecter à un nouveau MTF ?

Face à l'offre actuelle et à venir du périmètre de ces nouveaux acteurs et des fonctions associées (par exemple, Chi X, Turquoise, OMX Nasdaq, Euro millenium, Equiduct...), le choix de se connecter à une plateforme est avant tout stratégique, mais doit être mis en regard de l'investissement à engager : adaptation des systèmes de négociation, de compensation et de dénouement représentant des coûts fixes. Replacé dans un contexte conjoncturel de vigilance budgétaire sur fond de crise des subprimes, le choix sera beaucoup plus sélectif. Des critères sur les données communiquées à la liquidité (parts de marché, univers de valeurs) et leurs pérennités seront à mettre en relation avec les « business models » de ces plateformes alternatives comme le principe de la rémunération mentionnée sur des instructions passives ou la facturation liée aux instructions actives ou en recherche de liquidité. Les impacts de distorsion de cours ou de marché sont à prendre aussi en considération et la donnée de marché devient ainsi une cible qualitative dans sa définition de traitement.

Cortal Consors s'est récemment connecté sur Tradegate, une plateforme, alternative basée en Allemagne pour l'exécution des ordres retail. Quel est le bilan ?

L'offre Cortal Consors s'est adaptée dès Novembre 2007 à cet environnement évolutif en proposant une solution alternative avec « Tradegate » sur un périmètre ciblé de valeurs françaises intégrant des extensions d'horaires.

La plateforme « Tradegate » est un MTF ouvert de 8h à 22h bénéficiant d'une expérience sur le segment de la clientèle de détail depuis 8 ans. Cette plateforme offre une couverture horaire intéressante pour notre clientèle qui souhaite traiter jusqu'à la clôture des marchés US, mais surtout propose des fourchettes de prix identiques à celles des marchés NYSE-Euronext, référent de liquidité sur la période de session dans une politique de « best effort ». Les tailles des quantités proposées sont définies en regard du profil de client de détail et le périmètre des valeurs accessibles est le reflet d'une liquidité affichée constatée sur le marché référent. Le bilan est très positif. Une extension à l'ensemble des valeurs européennes est prévue prochainement.

Et le modèle IS⁽³⁾ ?

D'aucuns prédisaient le modèle IS comme étant la principale menace pour les bourses historiques - un moyen de s'affranchir des coûts d'exécution et de clearing - mais on constate à ce jour que peu de candidats se sont déclarés. La raison est avant tout structurelle : le modèle IS (internalisation des ordres face à son compte) propre impose au titre de la transparence pré trade, la publication de fourchettes de prix et ce, dans un contexte de mise en concurrence avec les autres pools de liquidité (*best execution*). Outre la capacité à rendre les ordres captifs, la difficulté liée à l'internalisation réside dans le risque de *reverse engineering* mentionné par les principaux acteurs du marché spécialistes de ces activités : la cotation biaisée par la position constitue un risque de dévoilement de la position au marché et présente un risque d'accroissement de la position.

La MIF Big Bang ou Big Burden ?

Big Bang, pas pour la fragmentation, sujet où on attendait une forte évolution. Plutôt un Big Burden. La mise en conformité avec la directive MIF a obligé à des investissements importants : classification clients (catégorisation, gestion dans la durée des contraintes afférentes), *best execution* (acquisition de modules de *smart order routing*). Les effets de la MIF notamment liés à la mise en concurrence des lieux d'exécution et au positionnement des acteurs devraient s'échelonner sur les deux prochaines années, reflet d'un cycle avec un niveau de maturité associé prenant en compte l'ensemble des chaînages opérationnels. Ce cycle est à comparer avec les évolutions similaires analysées sur les marchés Nord-Américains. L'expérience est à prendre en compte et l'entreprise de marché NYSE-Euronext est un exemple de référent ●

« Les effets de la MIF notamment liés à la mise en concurrence des lieux d'exécution et le positionnement des acteurs devraient s'échelonner sur les deux prochaines années. »

(1) Unbundling : mécanisme de découplage de la prestation d'exécution et de recherche permettant aux sociétés de gestion de demander la réallocation de commissions vers un tiers. - (2) DMA : Direct Market Access - (3) IS : Internaliseur systématique.