



MIFID II: l'impératif de transparence

Transparence. Transparence. Transparence. Ce mot est celui qui revient le plus souvent dans toute discussion de la directive MiFID II, un élément important dans la vague de réglementations imposées au secteur international des services financiers depuis l'éclatement de la crise financière mondiale. Si les objectifs fixés pour cette nouvelle directive sont effectivement atteints, ils induiront une révolution.

Cependant, les doutes soulevés quant à la possibilité de tenir la date prévue de mise en œuvre commencent à se traduire par une adhésion généralisée à l'idée qu'il faudra plus de temps pour s'y préparer. Martin Merlin, directeur des Marchés financiers à la Commission européenne, a indiqué le 10 novembre aux juristes de l'Union européenne que le premier avis de l'institution au niveau technique est effectivement qu'un report de la date prévue (le 3 janvier 2017) s'impose.

« L'approche la plus simple et la plus sûre d'un point de vue juridique serait peut-être de reporter l'ensemble du projet d'un an », a-t-il précisé lors d'une audition devant la commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen.

En réponse aux commentaires de Martin Merlin, un porte-parole pour la Financial Conduct Authority a déclaré qu'il appartenait à la Commission, au Conseil et au Parlement européens, et non pas aux autorités nationales compétentes, de décider du report de la mise en œuvre de tout ou partie des textes.

Avant cet échange, le sentiment du secteur quant au besoin d'un délai supplémentaire se manifestait déjà de façon évidente. Nombre de points de détail essentiels restent à définir et à résoudre, et le secteur ne saurait élaborer des solutions efficaces sur la base d'hypothèses. Il lui faut au contraire des données tangibles pour lui permettre de développer la nouvelle infrastructure requise par MiFID de manière efficace et économique.

Il est quasiment impossible de surestimer la portée de MiFID II, dont l'objectif est d'étendre aux classes d'actifs autres que les actions les dispositions et les mesures de protection prévues par la directive MiFID originale. La densité des milliers de pages sur lesquelles s'étend MiFID II pousse l'intellect à ses limites et au-delà.

Dans une récente étude de conformité aux normes réglementaires effectuée par SGSS, qui travaille avec de nombreux gestionnaires d'actifs européens, MiFID est identifiée comme étant la principale préoccupation des clients en termes de réforme et le principal poste de dépense pour 2016, loin devant la directive OPCVM V. Les plate-formes de négociation devront mettre en œuvre de nouveaux systèmes et contrôles invasifs pour se conformer aux exigences de transparence. Leurs membres devront évaluer l'impact de ce nouveau régime de transparence sur leurs activités de négociation.

Ce court article se veut une tentative de trancher le nœud gordien que constitue MiFID II. Il vise à résumer et à expliquer les principales incidences de cette directive sur le secteur, à mettre en lumière les problèmes nés de l'incertitude qu'elle engendre et à plaider en faveur du report de sa mise en œuvre.

La raison sous-jacente faisant que MiFID II revêt une telle portée et est si difficile à décrypter est simple : elle tient à sa nature extrêmement hétérogène et décousue. Alors que la directive originale couvrait uniquement les actions, sa nouvelle mouture s'étend aux obligations, aux instruments dérivés, aux matières premières et aux produits structurés, les régulateurs tenant à ce qu'un plus grand nombre de classes d'actifs se négocie sur des marchés officiels reconnus. La tentative globale de traiter autant d'aspect de sujets aussi nombreux dans un seul et même texte réglementaire a pour effet de le rendre compliqué et difficile à gérer.

Qui est affecté du côté « buy-side » ?

La directive MiFID II affecte les distributeurs de fonds. Elle affecte les gestionnaires de fonds. Elle affecte les conseillers en placement. Elle affecte les banques privées. Elle affecte également les investisseurs.

Les éléments essentiels relatifs à la transparence incluent des dispositions prévoyant une plus grande communication d'informations et des contrôles plus stricts en ce qui concerne la négociation. En termes de commercialisation et de distribution, une évolution majeure apportée au mode de rémunération des conseillers financiers et des gestionnaires de portefeuille imposera la modification des modèles de distribution établis.

S'agissant de la gouvernance des produits, un accent accru sera placé sur le caractère approprié de chaque produit pour chaque investisseur, les produits devant correspondre non seulement aux besoins existants des clients mais également à l'évolution de ces besoins. Le renforcement des exigences en matière d'archivage risque d'être un cauchemar du point de vue logistique et de nécessiter des investissements informatiques considérables.

Renforcement de l'obligation de meilleure exécution

MiFID II renforce les exigences de meilleure exécution prévues dans la directive originale et en élargit le champ bien au-delà des actions et des obligations. Dans le cadre de MiFID I, il s'agissait de « fournir au client le meilleur résultat possible ». MiFID II étend ce concept au prix, au coût de transaction total, à la rapidité de la transaction (c.-à-d. le laps de temps entre la réception par la plate-forme d'exécution de l'ordre à exécuter et son exécution effective) et à la probabilité qu'une transaction soit réalisée conformément aux paramètres de l'ordre.

Les nouvelles règles en matière de meilleure exécution incluent un rapport sur la qualité d'exécution dans lequel les ordres doivent être groupés par instrument financier, plate-forme d'exécution et type d'ordre. Toute raison ayant pu inciter l'établissement financier à exécuter l'ordre sur une plate-forme donnée devra également être incluse, notamment les avantages (*inducements*), un (des) actionnaire(s) commun(s), les relations société mère-filiale, les remises, etc. Comme pour la plupart des mesures prévues dans le cadre de MiFID II, toutes les données à cet égard devront là encore être transparentes, justifiées et divulguées.

Bouleversement dans le domaine de la distribution

L'un des changements les plus importants interviendra probablement au niveau de la commercialisation et de la distribution, en raison des nouvelles règles prévues en matière de rémunération. Les membres des réseaux de distribution qui recevaient habituellement des avantages de la part de gestionnaires de fonds et autres producteurs d'instruments financiers devront être rémunérés d'une autre façon. Ils devront choisir entre être indépendants ou être liés à des promoteurs de fonds donnés. Ce changement bouleversera totalement le modèle de distribution, tant en termes de structure que de commissions.

Dans ce nouvel environnement, la détermination et l'allocation des coûts liés à la recherche pourraient également devenir plus compliquées tant du côté « sell-side » que « buy-side »; dans ce cas, de nombreux contrats pourraient devoir être modifiés. Les frais de recherche devront être payés d'une manière ou d'une autre, ce qui aura pour effet d'accroître les coûts totaux d'investissement. Toute diminution de la quantité de recherche à la disposition des investisseurs, de la qualité de cette recherche et de la concurrence entre fournisseurs de recherche pourrait conduire à un risque d'investissement accru.

Ces contraintes potentielles sont propices au développement de nouveaux modèles de distribution en matière de recherche. La plate-forme RSRCHXchange figure parmi les modèles qui émergent. Ce marché en ligne lancé fin septembre 2015 déclare héberger des analyses fournies par des sociétés spécialisées dans des domaines aussi variés que les matières premières, le secteur européen du commerce électronique, le transport maritime international, les fusions et acquisitions, les jeux vidéo, les thèmes macro en Chine, la technologie sans fil à domicile, les flux de liquidités internationaux et le secteur de la technologie financière. RSRCHXchange déclare pouvoir désormais proposer des milliers de rapports d'analyse, disponibles de façon individuelle ou via une souscription, selon un mode de tarification transparent.

Prolifération des données

Les exigences en matière de reporting des transactions vont elles aussi être beaucoup plus strictes. MiFID II requiert une quantité d'informations dans différents champs plus de quatre fois supérieure à celle prévue par la directive originale, d'un bout à l'autre de la chaîne. Les informations requises pour remplir ces nouveaux champs sont très morcelées et incluent par exemple l'identification précise des personnes et des algorithmes responsables des décisions de placement au sein d'une société d'investissement. MiFID II impose également une obligation aux sociétés qui reçoivent et transmettent des ordres, sans toutefois les exécuter.

Une plus grande transparence peut être une bonne chose pour les investisseurs, mais le renforcement prévu par la nouvelle directive pourrait potentiellement présenter l'inconvénient de restreindre la liquidité sur des marchés moins liquides.

Le reporting va devenir plus onéreux, avec des exigences accrues que tous ne pourront assumer. Les sociétés d'investissement vont devoir enregistrer les conversations téléphoniques, les communications électroniques et les comptes rendus des échanges en face à face relatifs à la réception et la transmission des ordres, à leur exécution pour le compte des clients et à la négociation pour compte propre.

Les archives devront être conservées pour une durée de cinq ans contre six mois à l'heure actuelle, voire même jusqu'à sept ans si les autorités compétentes au niveau national l'exigent. Le stockage pendant cinq ans de millions de comptes rendus de réunion et d'enregistrements de conversations téléphoniques représente une tâche tout à fait considérable. Pour les sociétés qui distribuent des fonds à travers l'Europe, garder une trace de milliers de transactions et de données pour des clients disséminés dans différents pays ne sera pas chose facile.

Brouillage des repères

MiFID II brouillera la distinction entre investisseurs institutionnels et investisseurs particuliers, et la protection qui leur sera assurée. Selon la nouvelle directive, sera qualifié d'investisseur particulier quiconque n'est pas un investisseur professionnel ; cette nouvelle définition de la notion de « particulier » pourra inclure les caisses de retraite d'administrations locales, des clients privés disposant de sommes considérables à investir ainsi que les fameuses « municipalités ».

Conclusion : quid pour la suite ?

La réforme MiFID II est en route et elle diffère largement de MiFID I. Son champ d'application est plus vaste et elle met à l'épreuve la capacité du secteur à créer et déployer dans les temps des solutions effectives aux nombreux défis que présente sa mise en œuvre. Pour les acteurs affectés, s'y préparer constitue une tâche herculéenne.

Cependant, contrairement à certaines prédictions alarmistes, le secteur saura surmonter les difficultés. Les principaux gestionnaires d'actifs auront déjà réalisé des études d'impact et se seront fait une idée plus précise de ce qu'ils doivent faire. La prochaine étape consistera à utiliser ce point de départ pour avancer vers la conception et le lancement d'un plan de projet approprié à mesure de la publication des clauses techniques.

L'avancement vers le développement de solutions ne pourra se dérouler en vase clos. Le secteur doit unir ses forces pour être prêt à fournir la structure de marché, la transparence et la protection des investisseurs voulues par la réforme. Les régulateurs et les investisseurs, quant à eux, doivent admettre que tout renforcement de la transparence s'accompagne d'une complexité accrue, ce qui implique un coût plus important, y compris celui d'une moindre liquidité.

Toutefois, comme souligné plus haut, le secteur ne saurait élaborer des solutions sur la base d'hypothèses. Une plus grande clarté lui est nécessaire pour réaliser les principaux objectifs visés par la directive MiFID II.