



# LA STRATÉGIE DES BANQUES FACE AUX MARCHÉS DANS LE CONTEXTE NOUVEAU DE LA MIFID

ENTRETIEN AVEC DOMINIQUE HOENN \*

**L**a directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIFID), entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007, instaure une nouvelle organisation des marchés, dans laquelle les banques intervenantes doivent trouver leur place. Cette directive met en effet en concurrence trois lieux d'exécution des ordres : outre les marchés réglementés, les ordres peuvent dorénavant se dénouer également soit à travers des plates-formes de négociation (MTF ou SMN<sup>1</sup>), soit directement au sein des carnets d'ordre des banques prestataires de services d'investissement (si elles décident de remplir ce rôle d'« internalisateur systématique »). Cette « démonopolisation » des marchés traditionnels<sup>2</sup> - les Bourses - s'accompagne, comme on le sait, d'un renforcement des règles visant à la protection des investisseurs pesant sur les prestataires de services d'investissement (devoir de conseil, meilleure exécution).

Dans ce nouvel environnement réglementaire, auquel s'ajoute une volonté de la Commission européenne de favoriser une flexibilité du recours aux opérateurs de post-marché par le biais d'un nouveau code de conduite, ainsi que dans le contexte d'opérations stratégiques de rapprochement des Bourses nationales, de nombreuses questions se posent sur le positionnement des principaux acteurs de marchés, parmi lesquels les grandes banques.

\* Senior Adviser, BNP Paribas. Membre du collège de l'AMF.  
Propos recueillis par Gilles Vayset (mars 2008).



**La directive MIF ayant mis fin en France à l'obligation de centralisation des ordres, quelle part l'internalisation des ordres au sein des grandes banques va-t-elle prendre aux marchés réglementés ?**

**Dominique HOENN :** Il est trop tôt pour le dire car nous nous situons au point de départ. Il n'y a pratiquement pas de banques qui ont fait acte d'internalisation systématique. Par exemple, BNP Paribas a déclaré son intention mais ne l'a pas encore mise en pratique. Compte tenu de l'évolution des marchés, la mise en œuvre de l'internalisation systématique n'est sans doute pas aujourd'hui la priorité n° 1 des BFI de la plupart des banques...

Cependant, il ne faut pas se faire trop d'illusions sur l'importance que peut prendre l'internalisation, car elle ne se développera pas du fait d'avoir par chance au même moment un acheteur et un vendeur du même produit, cela existe peut-être mais c'est infinitésimal. L'internalisation relèvera plutôt d'une sorte de *market making* interne fait au prix de marché dans lequel l'internalisateur systématique va se porter systématiquement ou presque contrepartie de tous ses ordres de clientèle dans la mesure où cela peut l'intéresser de compenser sa propre position avec celle venant des flux de clients. Il y a probablement à prévoir, mais c'est une tendance longue et lourde, un développement chez les grands de l'internalisation et une tentative de conquérir des flux en faisant cette offre d'internalisation à des petites banques, des petits acteurs de façon à avoir le maximum de flux pour pouvoir avoir une vision sur le marché et une possibilité de compenser à partir de leur propre position.

Ceux qui sont le plus intéressés sont les grands acteurs de dérivés parce qu'ils ont constamment à effectuer des opérations pour ajuster leurs positions liées aux dérivés. Le fait d'avoir accès à des flux peut être très intéressant pour eux.

**L'écllosion rapide de plusieurs projets de plates-formes de négociation affichant des objectifs ambitieux sur certains produits ou segments de marché est-elle révélatrice d'un retard dans l'offre de services des Bourses, retard technologique notamment (en particulier outre-Atlantique), que leur « monopole » avait rendu jusqu'ici moins sensible ?**

**Dominique HOENN :** Non, je ne crois pas du tout que cela soit dû à un retard technologique. Les Bourses, sans être à la pointe du progrès, ne sont pas en retard sur le plan technologique. Je pense qu'il y a probablement deux objectifs à ces plates-formes :

- l'un, c'est réduire les frais de négociation ;  
- l'autre, qui me paraît plus important, c'est le projet de Chi-X, de Turquoise - si Turquoise va jusqu'au bout -, c'est au fond de traiter l'essentiel des valeurs européennes. Là où toutes les Bourses, à une exception près très limitée qui a été celle du London Stock Exchange sur les valeurs néerlandaises avec un flop total, se sont cantonnées aux seules valeurs de leur cote nationale.

Le fait le plus important dans ces plates-formes, c'est la possibilité de voir apparaître des marchés européens, des marchés unifiés de grandes valeurs européennes.

À cet égard, les Bourses ne devraient pas s'exclure de ces développements. Elles pourraient essayer de promouvoir des plates-formes de cette nature, même si elles-mêmes, jusqu'à présent, ne se sont pas lancées dans cette voie. On pourrait très bien imaginer qu'elles créent seules ou plus vraisemblablement en association avec des intermédiaires des projets de MTF traitant les valeurs des Bourses autres que la leur.

### **Ce développement des plates-formes va-t-il se faire contre les banques ou avec elles ?**

**Dominique HOENN :** Manifestement, il se fait avec les banques et j'ai l'impression, si on revient un instant sur la question précédente, que si les Bourses étaient amenées à faire quelque chose, elles ne le feraient justement pas seules mais en partenariat avec des acteurs des marchés concernés. Les premières initiatives pourraient d'ailleurs ne pas être sur des *blue chips* mais sur des sociétés de deuxième catégorie de façon à apporter plus de liquidité. Ce serait probablement l'avenir des Bourses plutôt que le choc frontal sur leurs grandes valeurs.

**La concurrence va conduire à une baisse des prix des transactions : quelle va être la conséquence de cette recherche de la compétitivité sur l'industrialisation des processus ? Jusqu'à quel point peut-elle pousser les banques à la mise en commun de moyens, voire à l'externalisation complète de fonctions qu'elles assuraient jusqu'à présent ?**

**Dominique HOENN :** Je ne sais pas s'il faut ranger les plates-formes dans la mise en commun de moyens, ce sera peut-être le cas.

Un facteur majeur, auquel je faisais allusion précédemment, c'est l'appétit que pourraient avoir et qu'auront certainement les internalisateurs systématiques pour faire une offre de sous-traitance à des acteurs plus petits de façon à capter des flux. Parce que la compétition va porter sur les flux, c'est clair. Les divers acteurs vont



chercher à attirer les flux les uns sur la Bourse, les autres sur les plates-formes.

Certaines banques privées n'ont pas nécessairement besoin de se connecter à tout et peuvent passer par un prestataire qui, étant lui-même connecté à pratiquement toutes les Bourses, va leur offrir un service qui va leur éviter de se connecter à x Bourses européennes. Je pense que c'est un point important.

**Quelle influence la multiplication des lieux d'exécution d'ordres peut-elle avoir sur la liquidité ? En particulier, les plates-formes sont-elles susceptibles d'offrir un mélange suffisamment attractif (grâce à leur performance informatique, leur transparence - information pré- et post-marché -, leur prix) de drainer une fraction importante de la liquidité ?**

**Dominique HOENN :** Je pense que oui dans la mesure où elles sont susceptibles justement d'offrir une prestation européenne plutôt que la multiplication de prestations locales. Je crois que c'est vraiment leur atout principal, le reste me paraît secondaire. Dans un premier temps, on peut plutôt redouter la fragmentation de la liquidité. Ultérieurement, je n'ai aucun doute sur le fait que des marchés de référence se dégageront nécessairement.

La directive MIF s'est inspirée de la situation existant aux États-Unis pour créer une véritable concurrence entre les diverses possibilités offertes pour l'exécution de transactions sur valeurs mobilières, là où en pratique le marché en Europe était organisé en fait en monopoles nationaux. Il y a un risque à promouvoir la concurrence : c'est qu'elle s'organise dans chaque cadre national et qu'elle aboutisse à la fragmentation de la liquidité. D'où l'importance que s'organisent et se développent des plates-formes offrant une liquidité sur le plan européen. À terme, il n'y a certainement pas besoin de dix plates-formes : deux ou trois, c'est probablement l'optimum. C'est ce qui permet une compétition sans avoir pour autant une fragmentation qui fait qu'il n'y a plus de marché.

**Quittons un moment la sphère des opérations : la MIF est supposée n'apporter que des bonnes choses aux clients particuliers ou aux « non-institutionnels » : devoir de conseil, de meilleure exécution. Quels effets pourrait-on éventuellement redouter pour les clients particuliers ?**

**Dominique HOENN :** Pour moi, l'effet franchement négatif pour les particuliers serait que les nouvelles plates-formes soient totalement



couronnées de succès et ne s'intéressent qu'aux ordres de gros. Là, on arriverait à une situation qui, à terme, serait sensiblement de même nature que celle du marché obligataire, où on s'intéresse aux grosses capitalisations et aux institutionnels. Les petites valeurs et les petits clients n'intéressent personne.

On pourrait redouter que les PME aient plus de difficultés à accéder aux marchés, ou en tout cas il faudrait à ce moment-là qu'apparaisse un marché européen, un marché qui permette de coter un certain nombre de valeurs pour des raisons de taille critique. Le maintien de marchés purement nationaux pour les « petites valeurs » risque de se révéler inefficace.

J'avais déjà, à deux reprises, un peu provoqué des représentants de la Commission en posant la question de savoir si, au fond, le modèle qu'ils avaient en tête, c'était une organisation de type marché obligataire ou si, au contraire, ils voulaient continuer à avoir un marché dans lequel il y aurait une présence forte des particuliers.

La présence forte des particuliers peut quand même être dans une certaine mesure garantie si effectivement les internalisateurs cherchent justement à capter des flux de particuliers.

À défaut, le particulier passera de plus en plus à travers des OPCVM et des intermédiaires qualifiés : plus de présence directe. Cela ne veut pas dire qu'il n'est pas intéressé à ce marché, mais il y est indirectement par des OPCVM et sur le plan des évolutions de marché, ce n'est pas forcément l'organisation optimale. Lorsque vous avez un nombre de décideurs limité au comportement moutonnier, ce n'est pas forcément la bonne solution. Notamment vis-à-vis des émetteurs : la plupart d'entre eux sont intéressés à conserver une clientèle de détenteurs particuliers qui ont la réputation d'être plus stables.

En revanche, je ne crois pas tellement au risque de voir les coûts de transaction très fortement différenciés entre les investisseurs institutionnels, entre eux et les particuliers : si je ne me trompe pas, vous avez des internalisateurs qui cherchent à attirer des flux. Pour cela, il faut être compétitif en matière de prix afin que cela se « matche » en interne. Une autre possibilité offerte aux internalisateurs est qu'il y ait une série de positions qui s'accumulent et qui fassent l'objet ultérieurement d'une exécution en bloc en Bourse, ce qui est un moyen pour l'intermédiaire d'ailleurs de faire l'économie de frais d'exécution dans la mesure où il bénéficie de tarifs dégressifs. Il a moins d'opérations de détail, mais je ne crains pas que cela se traduise justement par des conditions détériorées pour les particuliers.



**Pour revenir aux opérateurs eux-mêmes, la diversification des lieux d'exécution pourrait-elle remettre en cause les modèles actuels de silos qui intègrent les fonctions de marché et de post-marché ?**

**Dominique HOENN :** Manifestement oui, puisque les plates-formes se sont dotées elles-mêmes de leur propre organisation en aval : Turquoise s'appuiera sur la filiale européenne de DTCC pour la compensation et sur le réseau de Citi pour la conservation. Citi finit effectivement par déboucher chez les dépositaires centraux. L'un des énormes avantages de ces MTF, vu de l'intermédiaire financier, c'est qu'elles sont à la fois susceptibles d'offrir sur leur propre plate-forme une bonne partie des valeurs européennes et surtout dans la foulée d'avoir un seul système de compensation et un mécanisme de livraison-règlement complètement transparent.

Cela étant, le jeu ne sera peut-être pas aussi ouvert pour les plates-formes. Quand vous regardez la seule expérience qui ait été faite au niveau du London Stock Exchange pour les valeurs néerlandaises, le LSE avait exactement les mêmes prestataires de services qu'Euronext (LCH-Clearnet et Euroclear) et n'a pourtant pas réussi à capter une part significative de transactions.

Si les plates-formes, en se dotant elles-mêmes de leur organisation de dénouement, constituent un élément de concurrence, la concurrence véritable se jouera sur la première ligne, c'est-à-dire sur le « front ».

**La démutualisation des Bourses et des compensateurs semble maintenant lointaine et appartenir à l'histoire. On voit que les banques essaient d'avoir la maîtrise de plates-formes, c'est-à-dire d'avoir un mot sur des lieux d'exécution d'ordre, des marchés réglementés : le fait qu'elles cherchent à se réapproprier ces instruments-là, est-ce le retour, sous une forme nouvelle, de la mutualisation - et donc peut-être aussi la reconnaissance d'une erreur stratégique passée -, ou est-ce simplement saisir les opportunités du moment en fonction de l'évolution de la réglementation ?**

**Dominique HOENN :** C'est un mélange des deux. Le fait est que le changement de réglementation facilite effectivement le mouvement tout en évitant de se poser la question de savoir si le fait de désertir les Bourses traditionnelles en termes d'actionnariat a été une erreur. Les banques n'avaient en effet plus leur mot sur la stratégie des Bourses, sur les deux aspects de tarification et de produits.

S'agissant des produits, c'était moins important pour les marchés *cash equities* que pour les marchés dérivés. En dérivés, c'est très net : par



exemple, on n'a jamais vraiment réussi à faire décoller, malgré plusieurs essais, des contrats de swap standardisés.

En pratique, l'ouverture à la concurrence prônée par la MIF intervient à un moment où j'ai l'impression que les intermédiaires de marché se sont aperçus que le passage d'une Bourse, qui était une mutuelle à une Bourse société cotée dont ils ne sont plus que des utilisateurs ne sert pas leurs intérêts. Ils ont donc envie de reprendre la main et la MIF leur en donne l'occasion, non par le rachat de la Bourse mais par la création à leur initiative de nouvelles plates-formes de négociation. Un mouvement identique semble d'ailleurs se faire jour sur les marchés dérivés.

Ce n'est donc pas le retour à la case départ, puisque vont se trouver en concurrence ces nouvelles « mutuelles » à ambition paneuropéenne sur les grandes valeurs et les Bourses classiques. Parmi ces dernières, les plus puissantes ne se laisseront pas faire et sont à même de relever le défi de la compétition. À titre d'exemple, Euronext a pris deux initiatives importantes : la création de Smart Pool pour les gros blocs et l'offre de *matching* interne destinée à se substituer à l'internalisation par les intermédiaires.

Par ailleurs, autre point qui mériterait d'être creusé, c'est ce qui se passe, à l'occasion de la MIF, sur les statistiques de marché - les « market data » - qui constituent un nouveau champ de concurrence. L'initiative a été prise par un consortium qui s'appelle « boat » et qui était le premier avatar de Turquoise. Ce sont les mêmes actionnaires plus deux qui n'ont pas suivi le projet de plate-forme de transaction. Leur projet consiste à faire de la collecte de données de marché puis la dissémination et le traitement de ces données de marché. Là aussi, je pense que pour les intermédiaires financiers, c'est très important. Ils se plaignent de payer un peu partout, parce qu'ils payent à chacune des Bourses des statistiques mais dans une certaine mesure, ils les repayent par leurs abonnements à Reuters, Bloomberg, etc. Si les intermédiaires de marché parviennent à conquérir une part significative de la collecte de données de marché, non seulement ils feront des économies, mais ils peuvent envisager de tirer profit de la vente de ces données et de la possibilité de les traiter pour le bénéfice de leur recherche.

Il semble que le London Stock Exchange ait d'ores et déjà vu sa part de marché de collecte de données sérieusement érodée. Or, cette activité est, pour certaines Bourses, un élément important de leurs revenus et donc de leur rentabilité. Dans la concurrence entre Bourses et intermédiaires, ce segment n'est pas à négliger.



*NOTES*

1. Multilateral Trading Facility ou Système multilatéral de négociation.
2. Les Bourses conservent le seul monopole de l'introduction de valeurs (marché primaire) sur les marchés réglementés.

