



## THESIS / THÈSE

### MASTER EN SCIENCES DE GESTION À FINALITÉ SPÉCIALISÉE

#### L'évolution d'une directive financière européenne concernant les marchés d'instruments financiers

Palaznik, Elizaveta

*Award date:*  
2017

*Awarding institution:*  
Universite de Namur

[Link to publication](#)

#### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

#### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.



---

L'évolution d'une directive financière européenne  
concernant les marchés d'instruments financiers  
Le cas de MiFID II

Mémoire réalisé par  
**Elizaveta Palaznik**

Promoteur(s)  
**Jean-Yves Gnabo**

Lecteur(s)  
**Alain de Crombrughe**

Année académique 2016 - 2017

En vue de l'obtention du titre académique de  
**Master (120) en sciences économiques, orientation générale  
à finalité spécialisée**

---

# Avant-propos

Ce mémoire représente la fin de mon apprentissage dans le domaine de la science économique. Durant mon cursus universitaire à l'Université de Namur et à l'Université de Louvain-La-Neuve, j'ai eu l'occasion de m'enrichir de connaissances aussi bien théoriques qu'empiriques. Etant donné qu'on ne peut apprendre tout de par la théorie, le stage de fin d'étude est une expérience qui clôture la boucle du cursus et qui permet d'obtenir un avant-goût du monde professionnel.

J'ai eu l'opportunité d'effectuer ma première mission professionnelle au sein de la BGL BNP Paribas, filiale luxembourgeoise du groupe BNP Paribas en tant que « IT Project Officer ». Ma mission consistait en l'implémentation de la directive concernant les marchés d'instruments financiers. Mon sujet de mémoire fut donc évident. La directive MiFID est un exemple d'analyse pertinent tant d'un point de vue théorique grâce au processus de recherche qu'il requière, que d'un point de vue pratique grâce aux connaissances techniques qu'il demande, acquise à travers ma mission professionnelle. Dans ce contexte, il est donc d'autant plus intéressant de développer une directive lorsqu'on participe en plus à son processus d'implémentation.

Je tiens à remercier Falla Ludovic, mon partenaire dans ma mission, m'ayant aidé dans la compréhension de la régulation. Un tout grand merci à mon ancienne collègue, Alkan Veda, m'aidant dans l'élaboration de mon mémoire.

Pour finir, je remercie mes parents pour leurs soutiens tout au long de mon parcours universitaire.

# T able des matières

Avant-Propos	1
Liste des abréviations	4
Introduction	6
1. La crise financière de 2007	8
1.1 Le marché du crédit	8
1.2 Structure du marché financier	9
1.2.1 Les marchés gré à gré	10
1.2.2 Les marchés organisés	10
1.2.3 Les marchés réglementés	11
1.2.4 Les marchés régulés	11
1.2.5 Les Systèmes Multilatéraux de Négociation	11
1.2.6 Internalisateur Systématique	12
1.2.7 Les Systèmes Organisés de Négociation	12
1.3 Origines et causes de la crise bancaire 2007	12
1.3.1 Baisse du taux directeur	13
1.3.2 Crise des subprimes	14
1.3.3 La contagion	16
1.3.4 La déréglementation comme cause de la crise ?	18
1.4 Leçons tirées suite à la crise financière	19
1.4.1 Objectif de stabilité financière	19
1.4.2. Contrôle des institutions systémiques	20
1.4.3 Mutation du concept de prêteur en dernier ressort	20
1.4.4 Cadre de gestion des crises	21
2. Nouvelle architecture financière comme conséquence de la crise	22
2.1 Aperçu du fonctionnement du système financier	22
2.2 Réglementation Belge	24
2.3 Réglementation européenne	24
2.3.1 Le règlement uniforme	27
2.3.2 Le mécanisme de surveillance unique	31
2.3.3 Le mécanisme de résolution unique	31
2.4 Réglementation mondiale	33
2.5 Exemples de régulations européennes	33
3. Directive concernant les marchés d'instruments financiers	35
3.1 Les objectifs de la directive	35
3.1.1 Modification de l'infrastructure du marché	35
3.1.2 Transparence	36

3.1.3	Protection client	37
3.2	Les conséquences liées à l'application de MiFID	38
3.2.1	Augmentation du chiffre d'affaire des MTF	39
3.2.2	L'impact sur la liquidité mitigé	40
3.2.3	Emergence de pool de liquidité	41
3.3	Evènements marquants depuis la crise et MiFID	42
4.	MiFID II	43
4.1	Les objectifs de la directive	43
4.2	Infrastructure de marché	45
4.2.1	Création d'une nouvelle plateforme organisée de négociation	45
4.2.2	Encadrement de la négociation de gré à gré	46
4.2.3	Réglementation du trading à haute fréquence	47
4.2.4	Accès à la compensation	48
4.2.5	Le marché de croissance des PME	51
4.3	Transparence du marché	52
4.3.1	Pré-négociation	52
4.3.2	Post-négociation	53
4.3.3	Reporting direct des transactions	53
4.4	Protection des investisseurs	55
4.4.1	Classification des clients	56
4.4.2	Évaluation de l'adéquation et du caractère approprié	56
4.4.3	Conseil en investissement	57
4.4.4	Rétrocessions	58
4.4.5	La gouvernance produit	58
4.4.6	Concept de meilleure exécution	59
4.4.7	Informations liées aux coûts du client	60
4.5	Tableau récapitulatif des différences entre MiFID I et MiFID II	60
4.6	Implémentation du volet protection du client	61
4.6.1	Méthodologie des coûts	63
4.6.2	L'outil de simulation	63
4.6.3	Maquette du reporting ex-ante	64
4.6.4	La maquette de l'application utilisée par le gestionnaire	66
4.6.5	La présentation finale présentée aux métiers	67
4.7	Impact potentiel de MiFID II	67
4.7.1	Migration	67
4.7.2	Les coûts élevés	68
4.7.3	Outsourcing	68
4.7.4	Système informatique	68
4.7.5	Trading	68
4.7.6	Transaction reporting	69
	Conclusion	70
	Bibliographie	72

# Liste des abréviations

ABE	Autorité bancaire européenne
AEAPP	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
APA	Approved Publication Authority
BCE	Banque centrale européenne
BNB	Banque nationale belge
CBCB	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire
CDO	Collateralized debt obligation
CDS	Credit default swap
CERS	Conseil européen du risque systémique
CPP	Compensations par contrepartie centrale
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
CSF	Conseil de stabilité financière
CTP	Consolidated Tape Provider
DGSD	Directive relative aux systèmes de garantie des dépôts
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESMA	Autorité des services et marchés financiers
FED	Federal Reserve
FMI	Fonds monétaire international
FP	Fonds propre
FSB	Financial Stability Board
G-SIFI	Institution financière d'importance systémique globale

HFT	High-frequency trading
IS	Internalisateur systématique
LCR	Liquidity coverage ratio
LSE	London Stock Exchange Group
MIF	marchés d'instruments financiers
MTF	Multilateral trading facilities
NSFR	Net Stable Funding Ratio
OTC	Over-the-counter
OTD	Originate to distribute
OTF	<i>Organized Trading Facilities</i>
PDR	Prêteur en dernier ressort
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petite et moyenne entreprise
RCCI	Responsable de la conformité et du contrôle interne
RDT	Reporting des transactions
RM	Regulated market
RTO	Réception-transmission d'ordre
SEBC	Système européen de banques centrales
SESF	Système européen de supervision financière
TBTF	To big too fail
UE	Union européenne
US	United States

# Introduction

Au jour d'aujourd'hui, le système financier regorge de régulations financières. Il n'est pas toujours évident de les comprendre, de suivre leurs évolutions ou même de les différencier parmi les autres. De part la complexité qu'elles engendrent, il est commun qu'une grande majorité de la population ne s'y intéresse pas. Pourtant, il est intéressant de les analyser de plus près et de comprendre leurs raisons d'être.

Il existe trois raisons principales expliquant leurs apparitions perpétuelles. Premièrement, les instruments financiers ne font que se multiplier et se complexifier au fil des années nécessitant un cadre de supervision de plus en plus concis. En effet pendant plus de trois siècles, les seuls instruments financiers existants sont les actions et les obligations. Depuis 1970, le système financier voit apparaître de nouveaux types d'instruments financiers tels que les options, produits structurés, les swaps, les warrants, les hedge funds etc.. Le cadre juridique n'ayant pas suivi le rythme, fait très vite face à des vides juridiques concernant beaucoup de sujets.

Deuxièmement, les différentes crises auxquelles l'économie mondiale est confrontée, font ressortir les limites des régulations déjà existantes. Ces limites sont prises en compte par les autorités concernées, sont analysées et sont proposées pour une révision. Il est courant, qu'une réglementation venant d'entrer en vigueur, est déjà soumise à des discussions de révision. Ce phénomène est dû à l'intervalle de temps séparant la discussion d'une directive de son moment d'implémentation.

Dernièrement, le monde actuel est plus interconnecté que jamais que ça soit au niveau technologique, au niveau économique ou au niveau politique. Il est évident que les réglementations s'adaptent et évoluent. L'harmonisation mondiale de l'économie est le nouveau modèle vers lequel le monde actuel tend. Cette harmonisation ne peut être accomplie sans une révision de l'architecture financière dans son ensemble.

L'objectif de ce mémoire est de fournir une approche exhaustive des raisons d'être des directives en prenant un cas plus spécifique, celui de l'évolution de MiFID.

En effet, la directive MiFID est un exemple intéressant à analyser tant d'un point de vue théorique et pratique. Il n'y aurait pas de système financier sans instruments financiers. Cette réglementation résous donc une bonne partie des lacunes présentes sur ce marché. De plus, mon stage de fin d'étude se portait sur l'implémentation d'un des volets de cette directive. J'ai pu donc avoir une vue intégrale de celle-ci tant d'un point de vue théorique grâce au processus de recherche qu'il requière, que d'un point de vue pratique grâce aux connaissances techniques qu'il demande, acquise à travers ma mission professionnel. Dans ce contexte, il est donc d'autant plus intéressant de développer une directive lorsqu'on participe en plus à son processus d'implémentation.

L'exposé d'une directive n'est pas chose simple. Enormément de connaissances techniques et pratiques sont requises pour assurer la bonne compréhension du sujet. Pour commencer le premier chapitre couvre, ce qui est à l'origine de nombreuses création et révision de directives, la crise financière de 2007. Pour cela, une explication sur le fonctionnement du marché du crédit ainsi que l'illustration de la structure du marché financier est indispensable. Suite à cette crise, une nouvelle architecture financière et de nouvelles régulations sont mises en place, correspondant au deuxième chapitre du mémoire. Parmi ces régulations se trouve la directive sur les marchés d'instruments financiers développé dans le chapitre 3. Il est important d'expliquer ses objectifs ainsi que ses conséquences pour comprendre limites auxquelles la directive est confrontée occasionnant la révision de celle-ci en 2014. Le dernier chapitre met en lumière, MiFID II et l'élargissement de son domaine d'application. De nouveaux objectifs sont visés et doivent être instaurés pour le 3 janvier 2017. L'implémentation de l'un de ces objectifs est illustrée, représentant la partie pratique du mémoire. Pour conclure, il est pertinent d'imaginer les différents impacts potentiels qu'aura la révision de cette régulation.

# Chapitre 1

## La crise financière de 2007

Avant de rentrer dans le détail de la directive concernant les marchés d'instruments financiers, il est important de comprendre la raison d'être des différentes régulations existantes. Pour pouvoir expliquer leur existence, une explication sur le fonctionnement du marché du crédit, la structure du marché financier, un exposé sur les origines de la crise bancaire de 2007 ainsi que leurs conséquences doit être fournis.

### 1.1 Le marché du crédit

Le marché du crédit existe grâce aux agents en surplus et aux agents en déficit. Les agents en surplus mettent à disposition leurs liquidités sous forme de prêts aux agents en déficit. Une situation d'asymétrie d'information apparaît. En effet, l'agent en surplus ne sait pas si son emprunteur va honorer sa dette. Celui-ci dispose plus d'information que le prêteur sur le projet qu'il entreprend. Par conséquent, l'intermédiation financière directe ne peut fonctionner de manière optimale. Un intermédiaire financier spécialisé, la banque, est donc indispensable pour assurer le bon fonctionnement du marché du crédit grâce à ses différentes fonctions telles que:

- La production de liquidité
- La gestion du système de paiements
- La transformation et l'absorption de différentes catégories de risque en diversifiant efficacement son portefeuille.
- La gestion, par délégation des agents en surplus, des prêts aux emprunteurs évite le problème d'asymétrie d'information.

La banque acquiert de manière professionnelle l'information faisant défaut à l'agent en surplus. Grâce à cette connaissance, la banque évite les deux principaux risques liés à une situation d'asymétrie d'information sur le marché du crédit. Premièrement, elle se spécialise dans l'acquisition professionnelle d'information sur l'emprunteur évitant ainsi le risque d'une mauvaise sélection adverse. Deuxièmement, elle se spécialise dans un suivi des emprunteurs (monotoring) évitant que celui-ci ne change son projet en cours de route en un projet beaucoup plus risqué que celui initialement prévu. D'où

l'intérêt d'un monitoring pour s'assurer que l'emprunteur utilise les fonds prêtés par la banque, dans le projet de départ. Ce suivi permet d'éviter le problème de l'aléa moral.

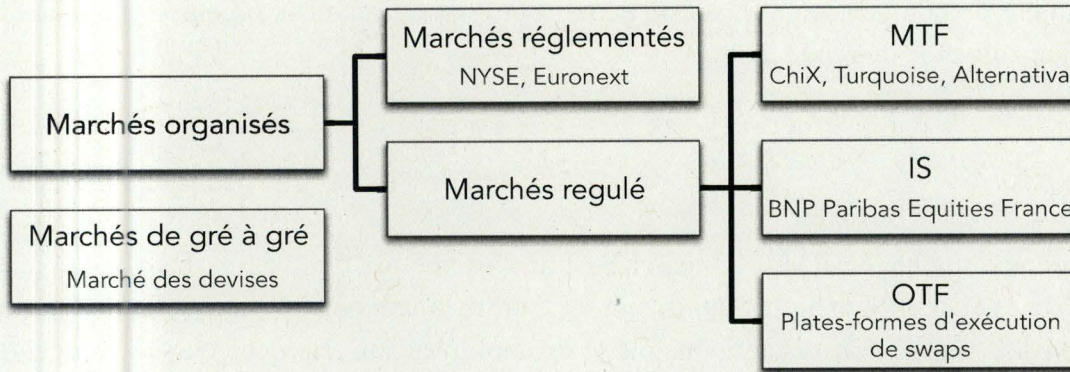
Ces différentes fonctions de la banque mettent en lumière le caractère fragile de celle-ci. En effet, la banque fait face à de multiples risques:

- Le risque du marché lié au risque de la variation du taux d'intérêt et du taux de change.
- Le risque du crédit lié au risque du non remboursement de la dette de l'emprunteur.
- Le risque de concentration lié à la détention trop importante d'un actif dont le prix varie.
- Le risque du taux de change lié à la modification soudaine de celui-ci.
- Le risque de liquidité lié au caractère temporel des montants prêtés et des montants disponibles. Les banques fournissent des crédits à moyen terme et reçoivent des liquidités (dépôts) à court terme. Il y a donc un décalage entre les sommes prêtées et les sommes disponibles.
- Le risque opérationnel lié aux risques dû à une inadéquation ou à une défaillance des procédures internes, de son personnel, des systèmes internes ou à des risques externes.
- Le risque systémique lié à un effondrement général du système financier.

La crise financière de 2007 illustre ce caractère fragile du système et la nécessité d'une réglementation préventive appropriée.

## 1.2 Structure du marché financier

Il est important de comprendre l'organisation des marchés dans le système financier pour une bonne compréhension de l'exposé. Il existe deux marchés principaux. Le marché organisé et le marché de gré à gré. Le marché organisé est subdivisé en 2 catégories. Le marché réglementé et le marché régulé diffèrent de par leurs degrés de réglementation. Ce dernier contient différentes plateformes de négociation tel que les systèmes multilatéraux de négociation (MTF), l'internaliseur systématique, les systèmes organisés de négociation.



**Figure 1.2.1:** Organisation des marchés dans le système financiers mondial

### 1.2.1 Les marchés gré à gré

Les marchés de gré à gré (over the counter-OTC) est un lieu où s'échangent des produits financiers que ça soit par téléphone, à partir d'un terminal ou depuis des bureaux. Les prix, les montants, la maturité et les titres se négocient par l'acheteur et le vendeur. Etant donné qu'un prix n'est valable qu'entre deux contreparties et qu'il en existe plusieurs, cela entraîne une différence de prix (non transmis) pour un même produit. Ceux-ci sont uniquement visibles après la transaction.

Les produits négociés sur le marché de gré à gré sont en général personnalisés. C'est sur ce type de marché qu'on a échangé les Credit Default Swaps (produit dérivé crédit) participant à la crise financière de 2007. Les quantités échangées sur ce marché ne font qu'augmenter entre autre grâce aux options binaires et à l'augmentation de l'offre sur les matières premières.

### 1.2.2 Les marchés organisés

Ces marchés organisés aussi appelés « Bourse » sont le lieu où les transactions entre acheteurs et vendeurs sont exécutées dans le respect de la réglementation prévue dans ce type de marché garantissant un équilibre d'information entre les parties. Les marchés organisés comprennent deux marchés: le marché primaire<sup>1</sup> et secondaire<sup>2</sup>. Les

<sup>1</sup> Le marché primaire est un marché sur lequel nous émettons un titre obtenu pour la première fois par des investisseurs. Par exemple une introduction en bourse, une augmentation de capitale est du ressort de ce marché ou comme l'émission d'obligations est du ressort de ce type de marchés. *Source: <https://www.financewalk.com/primary-market-secondary-market/>*

<sup>2</sup> Le marché secondaire est le marché sur lequel l'investisseur de départ, qui a acheté des titres sur le marché primaire, peut les revendre. C'est le marché secondaire qui est appelé "Bourse"

transactions sont contrôlées par une autorité des marchés indépendants, appelés chambre de compensation. Il existe deux catégories de marchés organisés: le marché réglementé et le marché régulé.

### 1.2.3 Les marchés réglementés

Regulated market ou RM « Ce marché est un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement<sup>3</sup>. »

### 1.2.4 Les marchés régulés

Ces marchés fournissent un cadre beaucoup plus souple et moins transparent pour les investisseurs.

Il existe des obligations de divulgation des comptes mais ils sont atténués. Ce type de marché propose des opportunités de rendement plus intéressantes. Il existe différentes plateformes de négociation sur ce marché tel que les systèmes multilatéraux de négociation (MTF), l'internaliseur systématique, les systèmes organisés de négociation (OTF).

### 1.2.5 Les Systèmes Multilatéraux de Négociation

« Sans avoir la qualité de marché réglementé, les Multi Trading Facilities (MTF) peuvent être gérés par un prestataire de services d'investissement agréé pour fournir le service d'investissement ou par une entreprise de marché. Elles sont réservés aux investisseurs institutionnels<sup>4</sup>. »

Ils sont caractérisés par une exécution non discrétionnaire des transactions.

Les ordres négociés représentent un montant élevé, les activités sont moins soumises aux exigences réglementaires et la plateforme possède une grande liquidité de par le

---

et sur lequel les investisseurs investissent. Il n'y a pas de création de valeur ajoutée. *Source: <https://www.financewalk.com/primary-market-secondary-market/>*

<sup>3</sup> Directive 2014/65/UE du parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, Art 4§21.

<sup>4</sup> Article L. 424-1 du Règlement General de l'autorité des marches financiers.

nombre imposant de transactions. Ce type de plateforme de négociation est introduit suite à la directive MiFID.

### *1.2.6 Internalisateur Systématique*

Ce type de plateforme est « une entreprise d'investissement qui, de façon organisée, fréquente et systématique négocie pour son propre compte lorsqu'elle exécute les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé, d'un MTF ou d'un OTF sans opérer de système multilatéral<sup>5</sup> ».

Pour les actions disposant d'un marché liquide, les internalisateurs systématiques annonce un prix fixe. En ce qui concerne les actions pour lesquelles il n'existe pas de marché liquide, les internalisateurs systématiques communiquent les prix à leurs clients sur demande.

### *1.2.7 Les Systèmes Organisés de Négociation*

Les "Organised Trading Facilities" (OTF) est une nouvelle catégorie de plateforme de négociation définie par la directive MiFID II. Celle-ci sera détaillé dans la section deuxième section du quatrième chapitre (cfr sous-section 4.2.1)

## **1.3 Origines et causes de la crise bancaire 2007**

Il existe divers évènements expliquant l'acheminement du dérapage du système financier mondial. Certains sont catégoriques, d'autres sont hypothétiques et donc discutables. La baisse du taux directeur et les crédits subprimes sont des faits non discutables sur leur importance jouée dans la crise. La déréglementation est quant à elle basé sur une hypothèse et est donc contestable. Néanmoins, il est intéressant de les développer de par leurs natures pertinentes.

---

<sup>5</sup> Directive 2014/65/UE du parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, Art 4§20.

### 1.3.1 Baisse du taux directeur

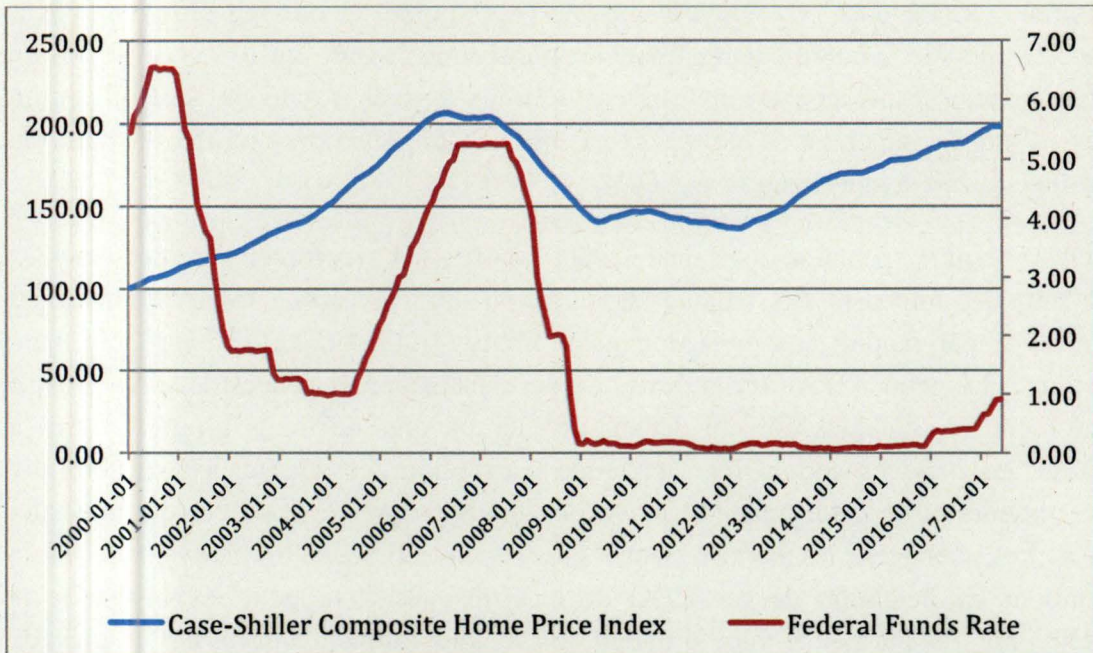
Pour mieux comprendre les causes de la crise économique de 2007, il faut revenir au début des années 2000. Les Etats-Unis se remettent tout doucement de la crise boursière de 2001 et de l'éclatement de la bulle « Internet »<sup>6</sup>, et sont, en plus, dans une période d'incertitude après les attaques du 11 septembre.

L'économie américaine pratique une politique très expansive. En effet, le président de la Fédérale Reserve baisse les taux d'intérêt à seulement 1% pour soutenir la croissance. Ce taux pratiqué par la FED, n'est pas intéressant pour les investisseurs. En revanche, les banques peuvent emprunter à la FED à un taux de 1%. Les Etats-Unis se retrouve dans une situation de « crédit facile ». Les ménages empruntent de plus en plus, contribuant à l'enrichissement des banques grâce à l'effet de levier. Ce mécanisme permet d'amplifier le rendement des fonds propres investis en ayant recours à l'emprunt pour financer l'acquisition de titres.

**Graphique 1.3.1:** Taux d'intérêt directeur de la Federal Reserve de 2000 à 2017 exprimé en % mis en lien avec l'indice Case-Shiller du prix du marché immobilier aux États-Unis de 2000 à 2017 exprimé en indice.

---

<sup>6</sup> La bulle internet (aussi appelée bulle technologique) est une bulle spéculative. Elle se forme à la fin des années 1990 sur les marchés boursiers autour des valeurs des secteurs des technologies de l'information, des nouveaux médias et des télécommunications dans un contexte de connexion en masse des foyers à Internet. *Source:* <http://www.businessinsider.com/>



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

Le graphique 1.3.1 montre la concordance qu'il y a, entre la baisse du taux d'intérêt de la FED et l'index Case-Shiller du prix de l'immobilier. En effet, en 2008, les deux indicateurs diminuent significativement. Le taux d'intérêt passe de 6% à un taux plancher et l'index de l'immobilier perd plus de 50 points pour tous les deux stagne autour de leurs valeurs pendant quelques années.

Il n'a pas fallu longtemps avant que la qualité des crédits ne se détériore. En effet, la généralisation du modèle « originate to distribute » et l'incitation des autorités aux prêts hypothécaires à des débiteurs « subprime » participent à cette détérioration. Le modèle « originate to distribute » correspond au fait que la banque ne conserve pas dans son bilan le prêt qu'elle vient d'émettre. Elle ne supporte donc plus les risques une fois le prêt titrisé. Ce modèle s'oppose à celui d' « originate to hold » dans lequel la banque garde le prêt jusqu'à sa maturité.

### 1.3.2 Crise des subprimes

Durant les années 2000, la procédure pour devenir propriétaire était la suivante. Lorsqu'un ménage est désireux d'acheter une maison, il épargne pour fournir à la banque un apport suffisant pour que celui-ci lui octroi un crédit hypothécaire. Le ménage devient donc propriétaire d'une valeur sûr dont les prix ne cesse d'augmenter,

<sup>7</sup> L'indice Case Shiller, géré par Standard & Poor's, mesure la valeur nominale du marché d'immobilier dans 20 régions métropolitaines aux Etats-Unis. Source: Forex

l'immobilier. Pendant ce temps, le modèle OTD prend de plus en plus d'ampleur. Dans ce modèle, l'intermédiaire financier transforme le prêt, qu'il a accordé, en un actif financier transféré à un investisseur désireux d'investir dans un actif offrant un taux d'intérêt supérieur à celui de la FED. Ce prêt titrisé porte le nom de « collateralized debt obligation » (CDO).

L'ODT évolue pendant les années 2000 suite au renforcement des normes prudentielles imposant aux banques la détention d'un niveau de fonds propres d'au moins 8% par rapport aux engagements de crédits (ratio Cooke de Bâle I cfr sous-section 2.3.1 point A). Au fur et à mesure des années, les exigences de solvabilité se renforcent, les banques doivent détenir de plus en plus de fonds propres. Grâce à l'OTD, les banques sortent leurs prêts de leurs bilans, les titrisent, les vendent aux investisseurs et de cette manière, libèrent des fonds propres et émettent de nouveaux prêts. Les ménages, les banques ainsi que les investisseurs tirent avantage de la situation. La détention de ces CDO devient très attractive pour les investisseurs notamment de par leurs taux d'intérêt avantageux. Cependant, il n'y a plus de demande de crédit, tous les ménages remplissant les conditions d'obtention d'un prêt, en détiennent. Les banques décident donc d'augmenter leurs émissions de crédits hypothécaires à des ménages peu solvables, ne remplissant pas les conditions d'obtention d'un prêt. Puisque les banques récupèrent la maison en cas de défaut de paiement, celles-ci accordent des crédits hypothécaires non plus à des personnes solvables dont le crédit est appelé « PRIME mortgages » mais à des personnes qui le sont beaucoup moins. Ce genre de crédit hypothécaire est appelé « SUBPRIME mortgages ». Une fois ceux-ci titrisés, ils sont vendus aux investisseurs sous forme de CDO. La situation est profitable non seulement pour le ménage dorénavant propriétaire, mais aussi pour la banque et les investisseurs s'enrichissant tous, petit à petit.

La situation ne tarde pas à se dégrader. Les ménages peu solvables n'arrivent plus à rembourser leurs emprunts, vendant ainsi leurs maisons. Partant de ce principe, se retrouve sur le marché immobilier, des milliers de maisons. Etant donné l'excès d'offre, le prix de l'immobilier s'effondre. Les banques et investisseurs tentent de revendre leur CDO pour récupérer leurs argent investis, bien entendu plus personne n'est désireux de détenir ces titres. Les banques se retrouvent en difficulté et font faillite les une après les autres. La contagion s'amplifie au-delà du système américain.

De plus, les agences de notations n'aident pas. Celles-ci sont supposées noter de manière objective les banques et leurs produits financiers. Or leurs cotations pendant la crise, sont critiquées et remises en question reprochant un conflit d'intérêt. En effet, les agences sont payées par ceux qu'elles notent. Les investisseurs commencent à douter de la qualité des actifs titrisés et veulent s'en débarrasser. Etant donné la baisse conséquente de la demande pour ces titres, leurs prix ont considérablement diminué

laissant les banques dans l'ignorance sur les risques contenus dans leurs portefeuilles d'investissement. Il y a donc un véritable problème. Une méfiance et perte de confiance s'installent conduisant rapidement à une paralysie du marché du crédit interbancaire.

Dès que les agences de notations baisse leurs notes sur les produits dérivés, les banques sont dans l'obligation d'augmenter leurs niveaux de fonds propres pour correspondre au nouveau niveau de risque de la réglementation. Beaucoup de banques font face à des problèmes de liquidité<sup>8</sup>. Pour limiter la casse, des mesures sont nécessaires telles que l'intervention des banques centrales en tant que prêteur en dernier ressort et l'injection de capital des pouvoirs publics assurant la solvabilité des banques.

En 2008, la crise prend une nouvelle tournure lorsque la banque d'investissement, Lehman Brothers fait faillite. L'état américain décide de ne pas sauver la banque d'investissement provoquant la paralysie du système bancaire, une perte de confiance totale au niveau mondial et un effet contagion provoquant en Europe, la crise de la dette souveraine.

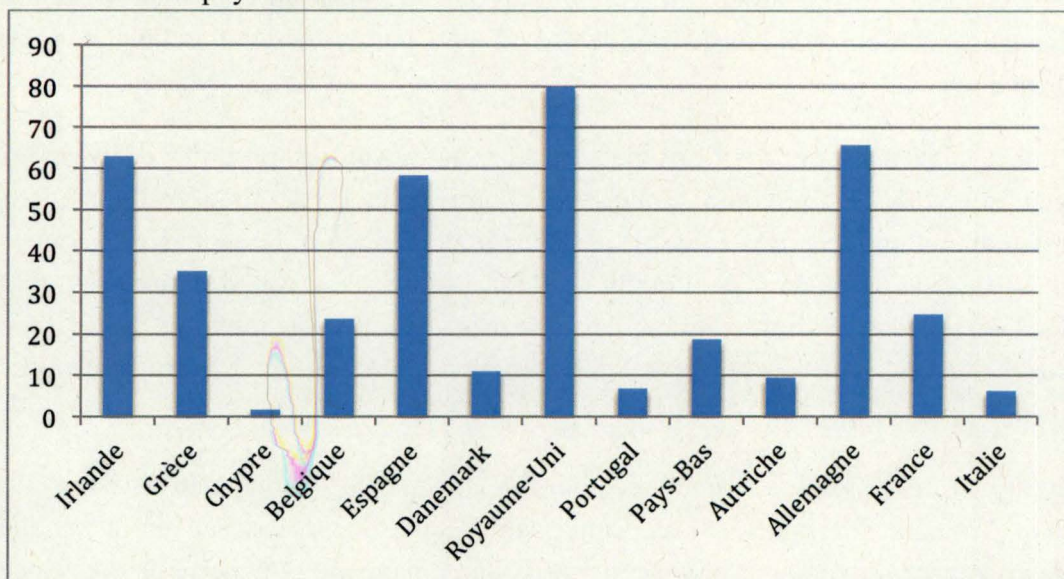
### 1.3.3 La contagion

Les conséquences ne sont donc pas négligeables. Deux ans après le début de la crise, la propagation s'étend jusqu'en Europe. En conséquence aux révélations des déficits du pays, la Grèce voit ses primes de risque exploser et la confiance des investisseurs s'ébranler. En effet, la Grèce maquille ses comptes publics depuis 1997 dans le but, à l'époque, de remplir les conditions d'entrée dans l'Union européenne. Ce n'était qu'une question de temps avant que cette économie bancaire s'effondre. La crise des subprimes a mis fin à la mascarade grecque, les comptes sont révélés impliquant un véritable effet domino sur l'ensemble de l'union européenne. Cette contagion transforme ce qui est une crise des subprimes, en une crise des dettes souveraines. En 2011, L'état emprunte à un taux de 18%, représentant un taux six fois plus élevé que celui de l'Allemagne. Des opérations de sauvetage très coûteuses sont nécessaires pour atténuer les effets de la crise. Les coûts mesurés suite aux différentes aides des Etat, s'élève à 4.100 milliards €. Le FMI estime à 1 000 milliards € les pertes entre la période 2007 et 2010 représentant 8% du PIB européen.

---

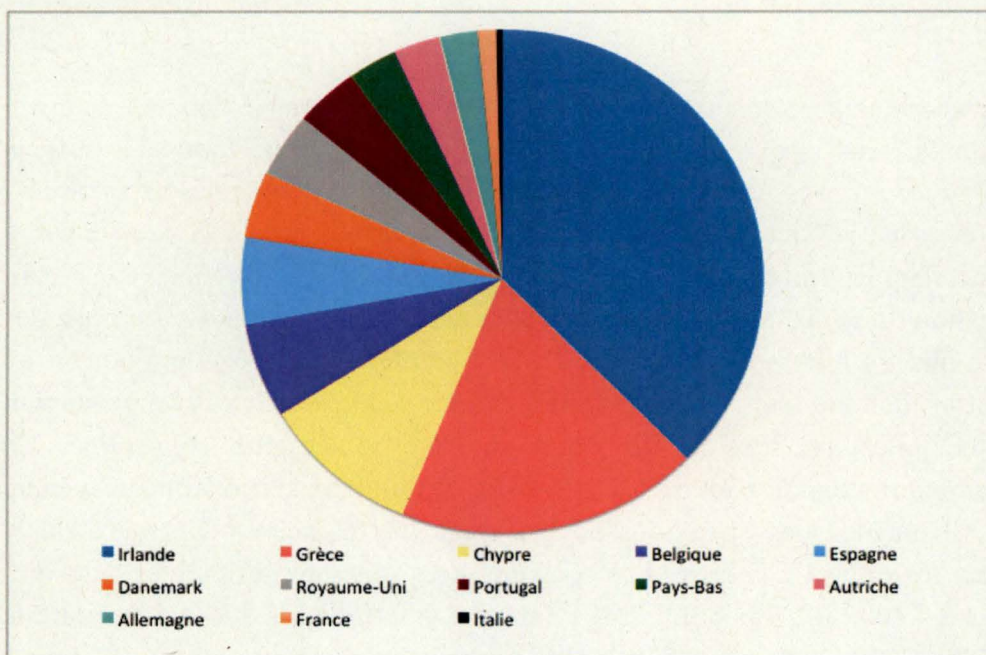
<sup>8</sup> Liquidité est la capacité d'une banque à faire face à ses obligations de trésorerie en fonction de leur échéance venant à échéance à court terme. *Source: Investopedia*

**Graphique 1.3.2:** Aides publiques directes aux banques de 2008 à 2012, en milliards € dans certains pays de l'UE.



Source: Commission européenne, Eurostat

**Graphique 1.3.3:** Aides publiques directes aux banques de 2008 à 2012 en % PIB, dans certains pays de l'UE.

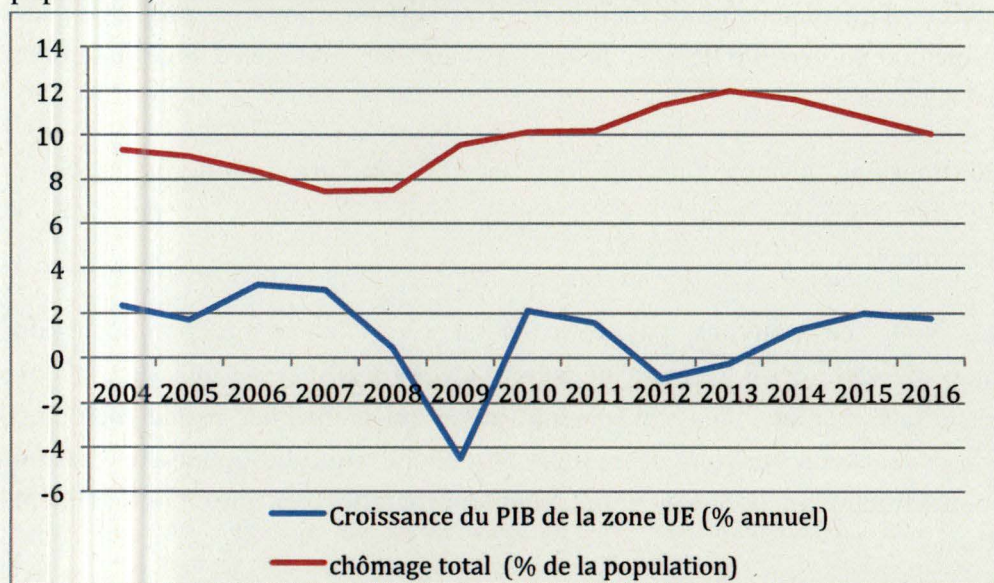


Source: Commission européenne, Eurostat

Le graphique 1.3.2 et 1.3.3 montre l'importance des aides publiques accordées aux banques. Les Royaume-Unis affiche un coût en euro de sauvetage des banques le plus élevé suivis de l'Allemagne. Pourtant en terme de pourcentage du PIB du pays c'est l'Irlande qui l'emporte. L'aide aux banques irlandaises a représenté 38,4% de leur PIB

suivis par la Grèce, Chypre et de la Belgique. L'Italie est celle qui s'en sort le mieux tant au niveau du coût direct total, qu'au niveau de ses aides en rapport au PIB.

**Graphique 1.3.4:** Croissance du PIB (% annuel) et le chômage total (% de la population) dans la zone euro entre 2004 et 2016.



Source: La Banque Mondiale

Pendant des années à travers l'UE, des plans d'austérité sont mis en place. 80% des pays de la zone sont en récession et le chômage ne fait qu'augmenter. Le graphique 1.3.4 indique qu'à partir de 2007, il y a une chute considérable de la croissance du PIB passant de 3% de croissance à une croissance négative de 4,5% en l'espace de deux ans. L'emploi suit la même tendance. Le chômage passe de 7.4% pour atteindre son pic de 12% en 2013. Il faudra attendre 2016 pour que la zone euro retrouve durablement son niveau de croissance d'avant la crise. La plus part des pays en souffre encore aujourd'hui. Aucun pays n'est entièrement remis de cette anémie financière.

### 1.3.4 La dérèglementation comme cause de la crise ?

La dérèglementation du marché américain joue un rôle important dans le renforcement de la crise. Durant les années 80, certaines réglementations sont supprimées prônant une libéralisation économique ainsi qu'une suppression de tout entrave à la concurrence. Un exemple est l'abolition du Glass-Steagall Act<sup>9</sup> en 1999. La suppression de cette loi permet aux banques d'accomplir des opérations auparavant

<sup>9</sup> Le Glass-Steagall Act ou « Banking Act » est une loi créée en 1933 prônant la séparation des activités d'investissement et des activités commerciales des banques. Source: Investopedia

impossible aux banques commerciales. Par la suite, les banques universelles sont nées. Regroupant en une seule entité, une banque de dépôt et une banque d'investissement. Une séparation de ces 2 types de banques permet, premièrement de protéger les activités de base des risques liés aux autres activités. Deuxièmement, d'éviter d'encourager la prise de risque causé par la protection des activités de base par les pouvoirs publics. Troisièmement, de faciliter l'intervention des pouvoirs publics en cas de crise. La banque universelle lie donc les risques liés à ses activités d'investissement à ses activités de base.

Ainsi, l'Etat américain instaure une politique de « laissez-faire » économique. Cette absence de supervision rend les banques plus sensibles à des chocs macroéconomiques.

A ce jour, Nous ne pouvons pas affirmer si c'est la raison principale du déclenchement de cette crise. Cependant nous pouvons affirmer qu'une supervision des marchés d'une manière plus transparente aurait pu contribuer à une meilleure gestion de la crise. Nous pouvons néanmoins en conclure qu'une bonne supervision globale est essentielle au bon fonctionnement du marché bancaire mondialement interdépendant.

## 1.4 Leçons tirées suite à la crise financière

Comme après chaque crise, des leçons sont tirées. Quatre enseignements majeurs sont conclus suite à celle de 2007. Il est important d'instaurer un objectif de stabilité financière, un contrôle des institutions systémiques, une mutation du concept du prêteur en dernier ressort et un cadre efficace de gestion des crises.

### 1.4.1 Objectif de stabilité financière

Premièrement, la politique monétaire doit intégrer un objectif de stabilité financière. Pendant plus de 30 ans, les banques centrales suivent une politique monétaire de ciblage d'inflation privilégiant la stabilité des prix. Cette politique défend l'idée que l'absence d'inflation a pour conséquence immédiate la stabilité du système financier. Pourtant, l'expérience démontre que dans ce monde libéralisé, la stabilité des prix peut amener à des hausses de prix des actifs entretenus par une expansion démesurée du marché du crédit, elle-même soutenue par le faible coût de l'endettement. De plus, les Banques centrales ne prennent pas en compte le nouveau contexte économique. La politique monétaire, en plus de la stabilité des prix, doit s'accompagner d'un objectif de sécurité du système financier. L'instrument utilisé à cet effet peut être le taux

d'intérêt. Cependant, un seul instrument ne peut être utilisé pour 2 objectifs distincts tels que la lutte contre l'inflation et celle de l'emballement du crédit. L'objectif n'est pas atteint efficacement avec cet instrument. L'idée est de trouver un outil macroprudentielle amortissant les fluctuations du marché du crédit et ses conséquences inflationnistes. Cet outil est développé dans le projet de la norme Bâle III (cfr sous-section 2.3.1 point A)

#### 1.4.2. Contrôle des institutions systémiques

Ensuite, les institutions de risque systémique doivent être identifiées et surveillées. L'existence de ce type d'établissement est considérée comme une des causes importantes de risque systémique. La crise de 2007 a montré qu'il y a d'autres facteurs favorisant potentiellement ce risque notamment la titrisation et le problème de liquidité des banques utilisant l'endettement pour avoir un effet de levier toujours plus important. Ces deux facteurs jouent le rôle de canaux de propagation des chocs financiers. Par le biais des CDOs, les risques se sont propagés à travers le monde ainsi, c'est le système financier mondial qui a financé la bulle de l'immobilier aux États-Unis. Le conseil de stabilité financière (CSF) revoit la définition « d'institution financière d'importance systémique globale » (G-SIFI) auparavant uniquement caractérisé par leur taille. Dorénavant, l'interconnexion, l'activité transfrontière, la complexité et l'absence de service de substitution sont prises en compte

#### 1.4.3 Mutation du concept de prêteur en dernier ressort

Troisièmement, le prêteur en dernier ressort (PDR) se doit de subir de grosses modifications. Le terme de prêteur en dernier ressort ne connaît pas vraiment de définition claire. Il se confond souvent avec la Banque centrale lorsqu'elle fournit des liquidités à une banque illiquide mais solvable<sup>10</sup> dans le but d'éviter une faillite potentiellement contagieuse pour le système financier. Néanmoins, durant les périodes de crises récentes, les pouvoirs publics viennent en aide à des organismes non pas illiquide mais insolvable. Ces interventions sont réalisées d'après le principe qu'elles étaient trop grosses pour les laisser faire faillite, too big to fail (TBTF). En effet si elles étaient amenées à faire faillites, de part leurs tailles, ces entités pouvaient déclencher un effondrement du système bancaire. Durant la crise, le principe TBTF est établi par les responsables du G7. Ce fondement défend l'idée que toute institution systémique doit être sauvée de la faillite. La fonction de prêteur en dernier ressort a

---

<sup>10</sup> La solvabilité « traduit l'aptitude de l'entreprise à faire face à ses engagements en cas de liquidation, c'est-à-dire d'arrêt de l'exploitation et de mise en vente des actifs. Une entreprise peut donc être considérée comme insolvable dès lors que ses capitaux propres sont négatifs: elle doit en effet plus qu'elle ne possède. » *Source: lesechos.fr*

connu trois changements. Le premier est la modification du principe de référence, qui de base, défend le modèle classique dans laquelle les institutions insolubles ne sont pas sauvées. Pour ensuite opter pour un comportement discrétionnaire dans le modèle suivant. Le second changement est celui des instances d'intervention partageant des rôles introduit entre le Etats. Ils interviennent dès lors dans des opérations de recapitalisation et les banques centrales assurent la liquidité. Le dernier changement se porte au niveau des instruments d'action du prêteur en dernier ressort. Du côté des états, ils consistent en des apports en capital ou garanties et des structures de cantonnement<sup>11</sup>. Les banques centrales, quant à elles, jouent le rôle de PDR international.

#### 1.4.4 Cadre de gestion des crises

Dernièrement, un cadre de gestion des crises dans le but d'empêcher l'aléa moral est instauré. Le principe figé de TBTF a pour conséquence le sauvetage d'entités insolubles et d'opérations massives de recapitalisation. De par la nature de ces interventions, c'est l'Etat et non les banques centrales qui est intervenu. Les conséquences de ces opérations de sauvetage font apparaître un aléa moral. L'engagement du G7 de soutenir toutes les grandes entités qui seraient en faillite, peut imposer les risques qu'elles prennent, incite les banques à prendre des risques excessifs. Ce cadre de gestion des crises est donc indispensable.

Les conséquences de la crise ne sont pas négligeables. Aucun pays n'est réellement remis de cette anémie financière. Il y a ceux qui l'ont prédit comme le professeur d'économie à l'université de New York, Nouriel Roubini. Ceux qui savaient très bien les conséquences que les subprimes pouvaient avoir tel que Dick Fuld, ancien CEO de Lehman Brothers, responsable de l'étincelle qui a embrasé la finance mondiale faisant prendre des risques à la banque empochant un demi-milliard de dollars de bonus. Et il y a ceux qui sont dans l'ignorance la plus totale.

D'après Jaime Caruana, directeur général de la Banque des règlements internationaux: « Chaque crise a été permise par une incompréhension collective qui a créé un angle mort sur le risque ». Malgré son caractère imprévisible, il faut essayer le plus possible de dispenser l'économie mondiale d'une crise similaire dans le futur, il est primordial de modifier l'architecture financière ainsi que d'instaurer de nouvelle régulation ou de renforcer celles déjà existantes.

---

<sup>11</sup> Structure de cantonnement (de défaisance): « La défaisance est une opération financière consistant, pour une entreprise, à céder tout ou partie de ses actifs à une société ad hoc. Nous pouvons parler aussi de « banque résiduelle », banque hôpital et, en anglais, de « bad bank » ». Source: <http://www.bourse-bruxelles.be/dictionnaire/structure-de-defaisance>

# Chapitre 2

## Nouvelle architecture financière comme conséquence de la crise

Comme expliqué dans le premier chapitre, la banque exerce de nombreuses fonctions et est donc soumise à divers risques cités précédemment. La crise de 2007 est une bonne illustration de la vulnérabilité du système bancaire et de ses conséquences non négligeables sur le système financier mondiale. En réaction à cette crise, de nouvelles régulations ainsi qu'une nouvelle structure du système financière voient le jour.

### 2.1 Aperçu du fonctionnement du système financier

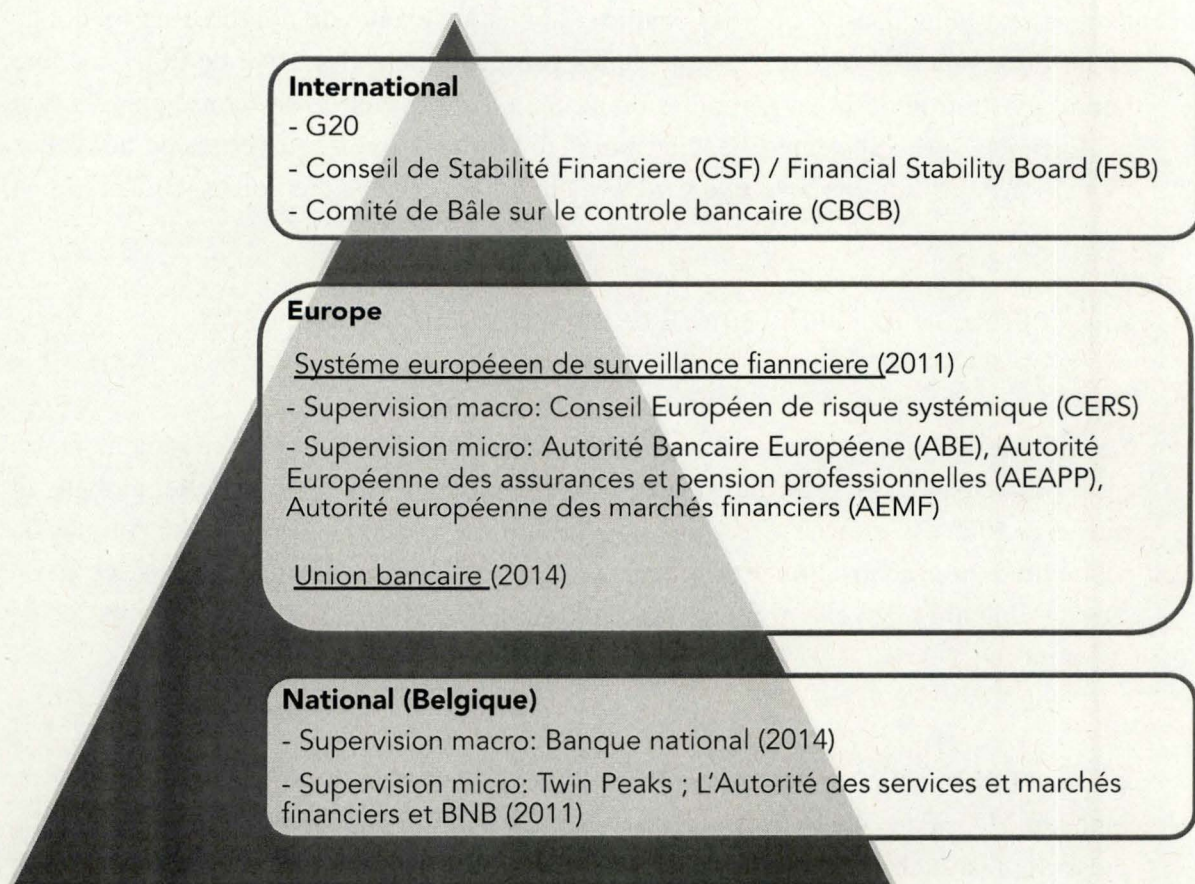
Le G20 met en place des réformes ayant pour ambition d'offrir un cadre réglementaire plus protecteur. Ces réformes instaurent une organisation prudentielle globale et intégrée. Elle est globale car cette nouvelle architecture se base sur la volonté de répondre à la globalisation financière par une régulation applicable à tous les pays. Elle est intégrée car elle s'appuie sur la reconnaissance du risque de système et de l'aléa moral.

Ce nouveau modèle rejoint la ligné des deux précédents. Le modèle présent tout au long du 19<sup>e</sup> siècle est le modèle classique de Thornton-Bagehot. Il a pour but de préserver la stabilité financière et l'intervention de banques centrales ne doit s'appliquer que lorsqu'elles sont en situation d'illiquidité et non d'insolvabilité. Les prêts suivent une politique de « Lend freely at high rates », les prêts sont à court terme et à des taux non avantageux. De façon à diminuer l'incertitude et de générer des anticipations stabilisatrices, ces règles doivent être clairement affichées avant les crises dans l'objectif d'éviter les paniques.

Cependant, ce type de modèle a ses limites. Les règles d'intervention du prêteur en dernier ressort ne sont pas tenables et sont génératrices d'aléa moral. De plus, la concentration des banques a engendré la création d'établissement de grande ampleur,

de par ses effets potentiels de contagion, il est indispensable que le PDR intervienne même si celles-ci sont insolvable car elles sont « trop grosses pour faire faillite ».

Un nouveau modèle apparaît, le modèle prudentiel hiérarchisé. Aujourd'hui, il représente tout simplement la fonction prudentielle de la banque centrale, englobant celle de prêteur en dernier ressort. Il repose sur deux piliers. Tout d'abord, sur l'ambiguïté constructive permettant une flexibilité vis-à-vis de la politique future des banques en difficulté (en opposition au modèle précédent). Ensuite, la mise en place de deux lignes de défense, en prévention des crises bancaires et éviter ainsi l'intervention du PDR, avec ses effets non désirables tel que l'aléa moral.



**Figure 2.1.1:** Les acteurs de la régulation financière internationale, européenne et belge

Il existe un grand nombre de réglementations financières ainsi que d'acteurs. En raison de la crise, comme expliqué précédemment, plusieurs changements sont appliqués. Il est donc judicieux de les présenter sous forme hiérarchique, du niveau mondial au national et de fournir une indication sur leurs dates d'entrée en vigueur évitant ainsi toute confusion.

## 2.2 Réglementation Belge

La crise financière révèle la nécessité de réformer le fonctionnement des marchés financiers, celui des institutions financières ainsi que le paysage du contrôle prudentiel. En Belgique, le législateur repense l'organisation du contrôle prudentiel et conduit la supervision financière en Belgique, dans la même direction que les réformes européennes.

La Belgique passe d'un modèle de contrôle intégré à un modèle bipolaire appelé « Twin Peaks » dont l'objectif est de renforcer la coordination et les synergies entre les visions microprudentielles et macroprudentielles en portant une attention aux risques systémiques.

Au niveau microprudentiel, le système de contrôle créé en 2011 repose sur deux piliers:

- L'ensemble du contrôle des banques, assurances et autres institutions financières est confié à la Banque nationale.
- Le contrôle des marchés financiers et la protection des consommateurs sont du ressort de l'autorité des services et marchés financiers (ESMA).

Depuis 2014, la Banque Nationale Belge acquit plus de responsabilité au niveau macroprudentielle. Elle assure la détection, l'évaluation et la surveillance des différents facteurs qui pourrait nuire à la stabilité du système financier. De plus, la banque détermine et met en place des mesures assurant la stabilité du système financier destiné aux autorités concernées.

Par conséquent, la BNB assure la surveillance des établissements financiers, représentant la surveillance microprudentielle, et la surveillance microprudentielle caractérisé par le bon maintien du système financier en général. La surveillance des instances de crédits est intensifiée grâce à l'implémentation de l'Union Bancaire développé dans le point suivant.

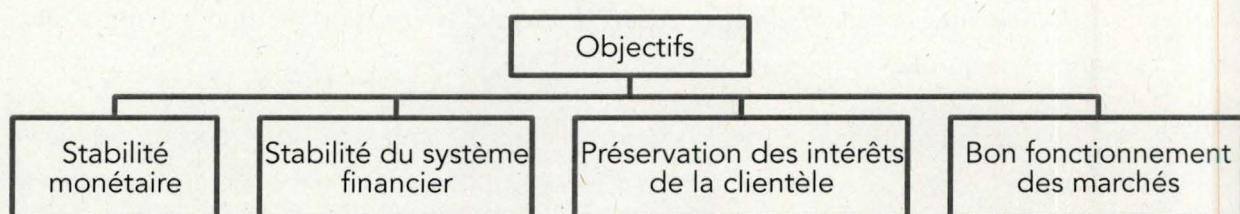
## 2.3 Réglementation européenne

La crise 2007-2008 a mis en lumière l'interdépendance du système bancaire. En effet, la nature global de cette crise a reconsidéré la distinction traditionnelle entre régulation bancaire, régulation des assurances et régulation des marchés financiers. Dans le monde actuel, la régulation financière ne peut plus être imaginé de manière sectorielle. Dorénavant, la régulation financière appliquée dans un Etat membre de

l'Union européenne est déterminée et surveillée non plus au niveau national mais au niveau de l'UE.

Au cours des dernières décennies, les objectifs en la matière ne coïncident pas spécialement d'un pays à l'autre. Cependant, une tendance à la coordination se fait ressentir à travers le monde entre autre au sein de l'Union européenne.

Au jour d'aujourd'hui les quatre principaux objectifs de la réglementation financière européenne sont régis par des dispositions expresses figurant dans les traités et les textes législatifs:



**Figure 2.3.1:** Les objectifs de la réglementation financière au sein de l'Union européenne.

- l'objectif de stabilité monétaire est rédigé par le traité de Maastricht<sup>12</sup> et est utilisé dans tous les textes liés à la politique monétaire ;
- l'objectif de stabilité du système financier se retrouve dans tous les textes prudentiels. Cet objectif est similaire à travers le monde et est créé suite aux décisions du G20 d'après les recommandations du Conseil de stabilité financière<sup>13</sup> (CSF).
- la préservation des intérêts de la clientèle est également l'objectif commun de beaucoup de textes européens relatif aux services financiers, comme le crédit à la consommation, le service de paiement et d'investissement ou encore des divers types de contrats d'assurance.

<sup>12</sup> « Le traité signé le 7 février 1992 à Maastricht marque la fondation de l'Union européenne. L'Union européenne comporte trois piliers: les Communautés européennes, la Politique étrangère et de sécurité commune (PESC) et la coopération policière et judiciaire en matière pénale (JAI). Le traité: institue une citoyenneté européenne, renforce les pouvoirs du Parlement européen et lance l'union économique et monétaire (UEM). Par ailleurs, la CEE Source: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=uriserv%3Axy0026>

<sup>13</sup> « La création du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board) a été décidée lors du Sommet du G20 de Londres le 2 avril 2009. Il succède au "Financial Stability Forum". Tous les membres du G20 y sont représentés. Le FSB a pour mission d'identifier les vulnérabilités du système financier mondial et de proposer des mesures pour y remédier. Il sert de forum aux Etats, organisations internationales et associations sectorielles concernés par la stabilité financière». Source: <https://diplomatie.belgium.be/fr/>

– le bon fonctionnement des systèmes de paiement est l'un des fondements du Système européen de banques centrales<sup>14</sup> (SEBC). Celui-ci est en application au traité de Maastricht. Le bon fonctionnement des marchés est, quant à lui, géré par la directive MIF<sup>15</sup>.

Ces quatre objectifs sont fondés sur trois caractéristiques: la transversalité, la complémentarité et la convergence et possèdent tout les 4 un objectif commun, la confiance. Ce besoin de confiance s'illustre notamment dans certaines dénominations choisies par les institutions financières par exemple le « Guaranty Trust » ou en France dans le domaine de l'assurance: La Préservatrice, La Prévoyance, etc... Une confiance que la crise de 2007 a ébranlée.

Le Système européen de supervision financière (SESF) est proposé en 2009 en réponse à la crise économique de 2007 par la commission européenne. L'objectif est de développer une mentalité commune de la surveillance et de favoriser la création d'un marché financier européen unique. La création de norme est désormais internationale et intègre deux niveaux: micro et macro-prudentiels. La surveillance microprudentielle est assurée par les différentes autorités européennes de surveillance telles que l'Autorité bancaire européenne (ABE), de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP). La surveillance macroprudentielle est assurée par le Conseil européen du risque systémique (CERS). Les autorités nationales de surveillance faisant partie de l'UE sont également impliquées dans ce système.

Toutefois, le système de surveillance est en perpétuelle évolution suite aux différentes limites auxquelles il est confronté comme la fragmentation du marché financier européen. Pour prévenir ce problème, en 2012 la Commission propose l'implémentation d'une Union Bancaire.

«L'union bancaire est un système de surveillance des banques et de résolution de leurs défaillances mis en place au niveau de l'UE et soumis à des règles uniformes dans l'ensemble de l'UE».

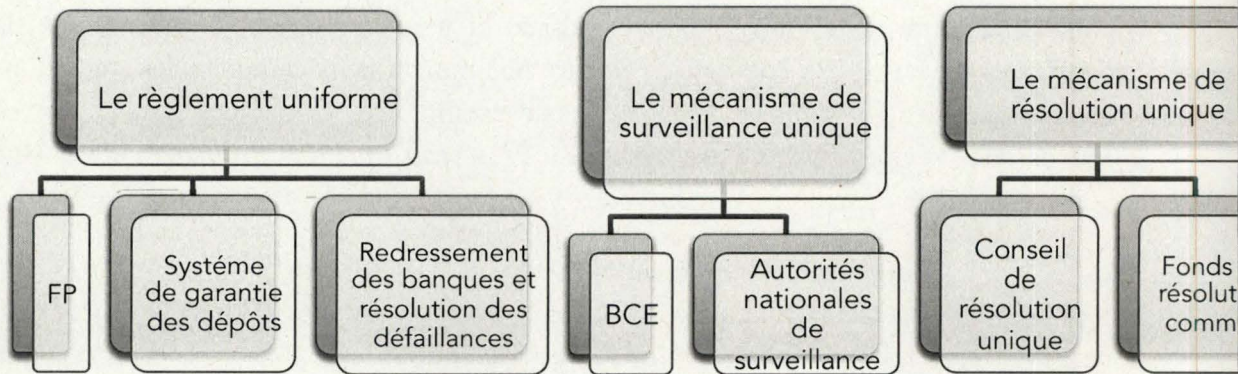
---

<sup>14</sup> Système européen de banques centrales (S.E.B.C.) est "un système bancaire européen est constitué de la Banque centrale européenne (B.C.E.) et des banques centrales nationales de tous les États de l'Union européenne. Créé en 1998, il est chargé de la définition de la politique monétaire de la zone euro et de son exécution. Le terme « Eurosystem » est utilisé pour désigner l'ensemble constitué par la B.C.E. et les banques centrales nationales de la zone euro". *Source: Larousse*

<sup>15</sup> La directive Marchés d'Instruments Financiers (MIF) « est adoptée en 2004. Cette directive, et les mesures d'exécution qui la complètent, réorganisent l'architecture législative et réglementaire des marchés européens. Elle définit les règles du jeu entre les marchés et les intermédiaires financiers, et également les règles de protection des investisseurs » *Source: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content>*

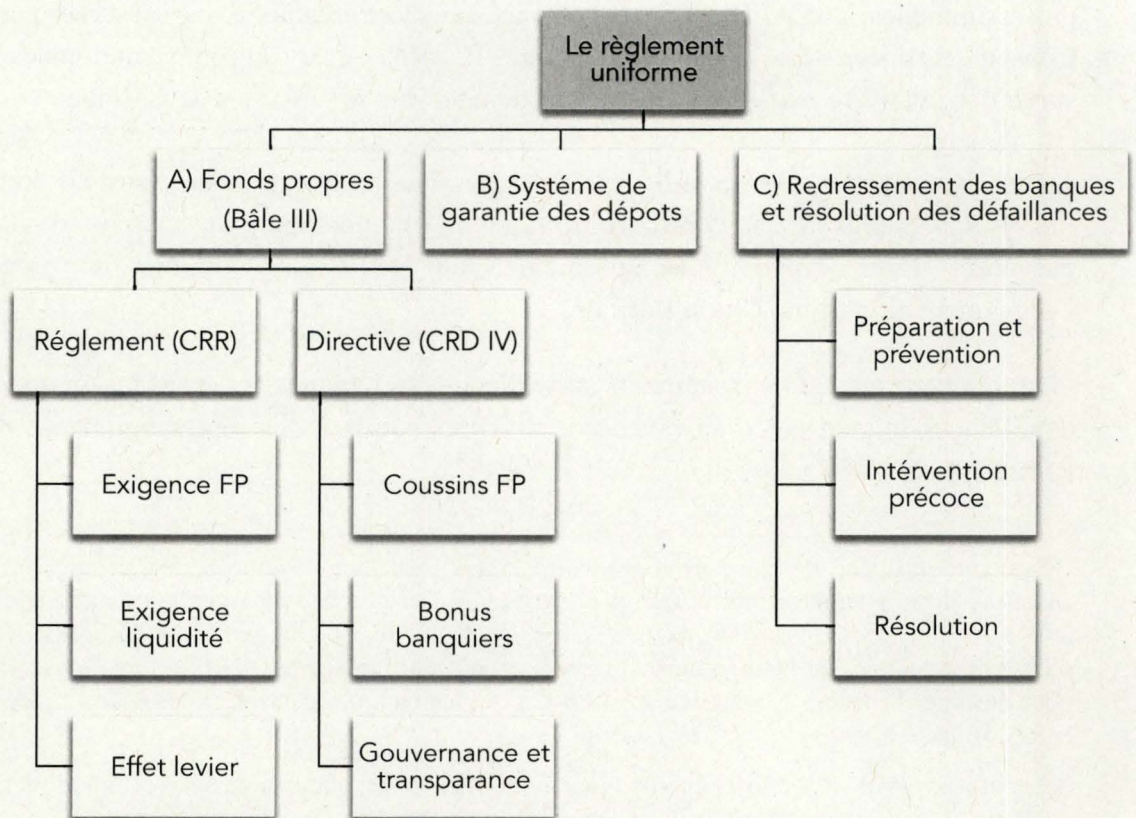
L'union bancaire comporte trois éléments.

1. Le règlement uniforme
2. Le mécanisme de surveillance unique
3. Le mécanisme de résolution unique.



**Figure 2.3.2:** Les composantes de l'union bancaire

### 2.3.1 Le règlement uniforme



**Figure 2.3.3:** Les composantes du règlement uniforme

Le règlement uniforme est le fondement de l'union bancaire ainsi que de la réglementation du secteur financier dans l'union européenne. Ce règlement se compose d'actes juridiques que toutes les banques de l'UE doivent respecter.

Ces actes reprennent entre autres, la réglementation concernant les fonds propres (règlement CRR et directive CRD IV), la directive modifiée relative aux systèmes de garantie des dépôts (DGSD), la directive relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances

#### *A) Réglementations liées aux fonds propres*

Les mesures relatives aux fonds propres appartiennent au règlement uniforme de l'union bancaire. Celles-ci sont appliquées aux banques et aux organismes d'investissement et utilisent l'accord de Bâle III dans la législation de l'UE.

Les accords de Bâle sont des réglementations bancaires signées dans la ville de Bâle en Suisse et conçues par le Comité de Bâle. Cette réglementation est liée au fonds propres applicable aux banques et aux entreprises d'investissement avec l'obligation d'avoir un certain pourcentage d'actifs pondérés selon les risques pris par les institutions financières. C'est en 1988 que le premier accord de Bâle fut signé suite à une crise de change mettant en faillite la banque Allemande Herstatt. Cet accord est surtout caractérisé par le ratio Cooke. Bale II introduit les trois piliers; les exigences minimales de fonds propres, une procédure de surveillance prudentielle et la discipline de marché. Le risque systémique et la procyclicité mis en lumière par la crise des subprimes conduisent à un nouvel accord, Bale III.

La réglementation liée aux fonds propres reprend:

- Un règlement (règlement lié aux exigences de fonds propres - CRR);
- Une directive (directive lié aux exigences de fonds propres - CRD IV).

#### *i. Règlement relatif aux exigences de fonds propres (CRR)*

Ce règlement exprime les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit relatif aux fonds propres, à la liquidité et au risque de crédit.

Etant l'un des piliers de la norme Bâle III. Cette exigence contraint les banques à détenir suffisamment de fonds propres pour s'assurer en cas de pertes inattendues et de ne pas se soumettre à des risques de solvabilité en cas de crise. En théorie, les fonds propres dépendent du risque lié aux actifs de chacune des banques. Cette exigence est exprimée en pourcentage des actifs pondérés en fonction du risque.

**Expression 2.3.1: Ratio Cooke**

$$\frac{\text{Fonds propres}}{\text{Total des actifs ponderés selon le risque}} > 8\%$$

Ce ratio de solvabilité exprime le montant total des fonds propres que les banques et les entreprises d'investissement doivent détenir. Ce ration doit correspondre à au moins 8 % d'actifs pondérés selon les risques pris par les institutions financières.

Le montant total des fonds propres est composé:

- de fonds propres de qualité supérieur de catégorie 1 (Core Tier 1) c'est à dire du capital, les réserves et quelques instruments hybrides.
- de fonds propres complémentaires (Core Tier 2) c'est à dire des fonds internes de sécurité, réserves de réévaluation ou les emprunts subordonnés non perpétuelle.

**Expression 2.3.2: Ratio Core Tier 1, Ratio minimal de fonds propres**

$$\frac{\text{Core Tier 1}}{\text{Total des actifs ponderés selon le risque}} > 4.5\%$$

Le ratio minimal de fonds propres de qualité supérieure doit représenter 4,5 % d'actifs pondérés en fonction du risque

**Expression 2.3.3: Liquidity coverage ratio (LCR)**

$$\frac{\text{Actifs de hautes qualité}}{\text{Sorties de fonds maximales sur 30j}} > 60\%$$

Les structures financières sont soumises à l'exigence de liquidité. C'est à dire qu'elles ont l'obligation de posséder assez d'actifs liquide pour se protéger des sorties nettes de trésorerie pendant une période de 30 jours lors d'une situation de crise. Ce ratio doit être supérieur à 100% à partir de 2018.

**Expression 2.3.4: Net Stable Funding Ratio (NSFR)**

$$\frac{\text{Montant du financement stable disponible}}{\text{Montant du financement stable exigé}} > 100\%$$

Le ratio structurel de liquidité à long terme correspond au montant du financement stable disponible mit en lien avec le financement stable exigé. Ce ratio doit être au moins égal à 100%.

Le « financement stable disponible » comprend la part des fonds propres et des passifs jusqu'à 1 an. Le montant du « financement stable exigé » est fonction des caractéristiques de liquidité et de la durée résiduelle des actifs qu'il détient et de celles de ses positions de hors-bilan.

**Expression 2.3.5:** Ratio de levier

$$\frac{\text{Core Tier 1}}{\text{Total des actifs}} > 3\%$$

Une autre mesure du comité de Bâle est celui de l'effet levier. Il a pour objectif de limiter l'effet de celui-ci étant l'un des facteurs de la crise financière de 2007. C'est le rapport entre le total des actifs et les fonds propres.

L'objectif de ce ratio est d'informer le capital des banques

ii. Directive relative aux exigences de fonds propres (CRD IV)

Cette directive fixe les règles en rapport avec les coussins de fonds propres, les bonus des banquiers, la surveillance prudentielle et la gouvernance d'entreprise.

Concernant le coussin de fonds propres, toutes les banques ont l'obligation d'en avoir un de conservation, un contracyclique ainsi qu'un coussin pour le risque systémique. L'objectif est d'amortir les pertes non anticipés rendant la banque plus résistante et apte à gérer des situations critiques telle qu'une ruée de la part des déposants. Un coussin supplémentaire est destiné aux établissements d'importance systémique mondiale. Il est obligatoire pour les banques étant qualifiées « d'établissements d'importance systémique mondiale » (EISm), ce coussin sert à compenser le risque important que ce type de banque peut entraîner sur le système financier mondial.

Le bonus doit être inférieur ou égal au salaire fixe. Cependant, si les actionnaires donnent leurs accords, le bonus peut être de 2 pour 1.

Depuis trois ans, les banques ont l'obligation de rendre public le nombre de salariés par établissement et leurs produits nets bancaire. De plus, les banques européennes à caractère systémique doivent fournir des informations concernant leurs bénéfices, leurs impôts payés ainsi que leurs subventions perçues.

*B) Directives des systèmes de garantie des dépôts (DGSD)*

Ces systèmes permettent de rembourser les personnes physiques ou entreprises à hauteur de 100 000 EUR par banque en cas de défaillance de celle-ci. Ce système s'applique dans chaque Etat membre de la zone euro.

### *C) La directive relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances*

Cette directive a pour but de prévenir les crises bancaires et de résoudre de manière ordonnée les défaillances des banques tout en ayant un minimum d'impact sur l'économie.

Elle permet d'affronter les crises potentielles en trois stades. Premièrement, les différentes banques de l'Union Européenne doivent participer à la conception de leurs propres plans et les mettre à jour chaque année. Ces plans précisent de manière claire les mesures potentielles à entreprendre en cas de situation exceptionnelle grâce notamment à un fonds de résolution ex-ante financé par les banques elles-mêmes.

Deuxièmement, les autorités nationales de résolution peuvent survenir avant que la situation d'une banque ne se dégrade. Elles peuvent réclamer l'application d'une réforme urgente, l'élaboration d'un plan de restructuration de sa dette ou des modifications concernant la direction.

Troisièmement, lorsque les circonstances sont irréversibles, il est pratiquement impossible de redresser une banque. Les autorités ont pour compétence de céder une partie des activités, de transférer temporairement des actifs sains à une autre entité publique pour continuer à exercer ses fonctions principales, de dissocier les bons actifs des mauvais (les mauvais sont transmis à une organisation de gestion des actifs).

La technique utilisée varie en fonction de chaque cas et du plan de résolution mis en place.

#### *2.3.2 Le mécanisme de surveillance unique*

Ce système est responsable de la surveillance prudentielle, par la Banque Centrale Européenne (BCE) et les autorités nationales, des banques de la zone euro et des Etats membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro mais exprimant la volonté d'être affilié au mécanisme.

Les fonctions principales sont la surveillance du respect des exigences prudentielles, la détection des faiblesses, la bonne prise de mesure face aux faiblesses.

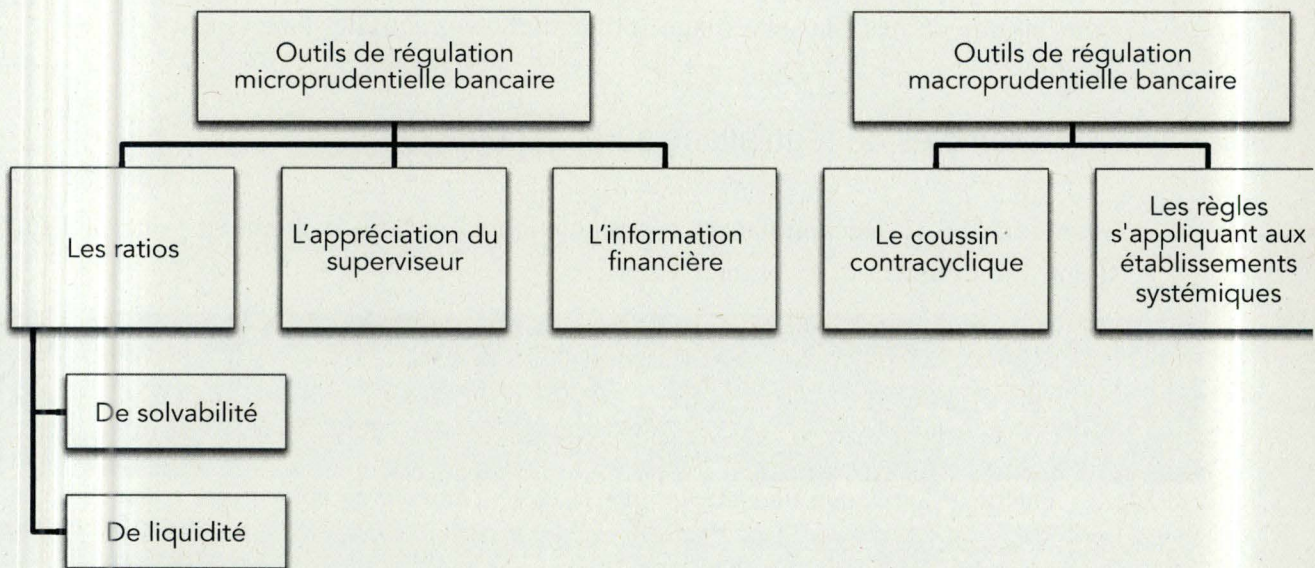
#### *2.3.3 Le mécanisme de résolution unique*

Ce mécanisme permet une résolution organisée des défaillances des organismes de crédit tout en déteignant le moins possible l'économie.

Le MRU est constitué d'une autorité de résolution au niveau européen, appelée conseil de résolution unique et d'un fonds de résolution commun.

L'objectif de ce pilier est d'intensifier la confiance, de prévenir les retraits massifs de dépôts, éviter la contagion, diminuer la spirale négative entre les banques et la dette souveraine ainsi que de lutter contre la segmentation du marché intérieur des services financiers.

Etant donné la mondialisation et l'interdépendance bancaires, il est évident qu'une union bancaire est indispensable au bon fonctionnement du système financier européen. Certes, la crise de 2007 démarre des Etats-Unis mais il est possible qu'une plus grande coordination bancaire au niveau européen, aurait eu moins de répercussions et aurait été moins difficile à gérer.



**Figure 2.3.4:** Résumé des différents outils de régulation micro et macroprudentielle

Il existe donc différents outils de régulation micro et macroprudentielle. Les ratios de liquidité et de solvabilité, l'appréciation du superviseur et l'information financière sont les principaux outils de régulation microprudentielle. Les coussins contracycliques ainsi que les règles appliquées aux établissements systémiques sont les principaux outils de régulation macroprudentielle.

## 2.4 Réglementation mondiale

Créé en 1999, le G20 est un groupe composé aujourd'hui de 19 pays et de l'UE dans dont le but est de faciliter la concertation internationale en matière économique. Depuis la crise de 2007, le G20 est devenu un acteur de la régulation financière internationale.

Un second acteur est le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board/FSB) créée lors du Sommet du G20 de Londres le 2 avril 2009 succédant au "Financial Stability Forum". Sa mission est de repérer les vulnérabilités du système financier mondial et de proposer des solutions pour y remédier.

Troisième acteurs de la régulation est le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB). C'est en 1974, suite à la faillite de la banque Herstatt, que les gouverneurs des banques centrales des pays du G10 créent le comité. Il a pour but de discuter des tous les enjeux liés à la surveillance prudentielle des activités bancaires

## 2.5 Exemples de régulations européennes.

**Tableau 2.5.1:** Récapitulatifs des régulations liés aux événements déclencheurs, l'entrée en vigueur et les risques visés.

Année	Evènement(s) déclencheur(s)	Entrée en vigueur	Nouvelle régulation	Risque(s) concerné(s)
1974	Faillite de la banque Herstatt	1975	Comité de Bâle	Risque de change
1980	Crises des pays émergents	1988	Bale I: Ratio Cooke	Risque de marché Risque de crédit
1996	Crise mexicaine, crise asiatique	2004	Bâle II: 3 piliers	Risque de marché Risque de crédit Risque opérationnel
2007	Crise des subprimes	2010	Bâle III	Risque de marché Risque de crédit Risque opérationnel Risque de liquidité Risque de levier
2007	Crise des subprimes	2012	EMIR	Risque systémique Risque opérationnel
2007	Crise des subprimes	2016	Solvency II	Risque systémique

Ce tableau met en parallèle les événements déclencheurs de quelques régulations mises en place en réponse à ceux-ci. Le tableau informe notamment des dates, des événements, des dates de chaque année durant lesquelles les réglementations sont mises en pratique ainsi que le risque que celles-ci cherchent à anticiper.

Le comité de Bâle est une réglementation liée aux fonds propres applicables aux banques et aux entreprises d'investissement avec l'obligation d'avoir un certain pourcentage d'actifs pondérés selon les risques pris par les institutions financières. (cfr sous-section 2.3.1 point A)

EMIR (European Market Infrastructure Regulation) est une régulation des marchés des dérivés de gré à gré. Les petites entreprises, ne coïncidant pas avec les exigences d'inscription du marché organisé, se tournent vers ce type de marché. De plus, de petites quantités peuvent y être négociées. Les opérations y sont souvent moins standardisées et moins normalisées et possèdent un cadre réglementaire plus souple. Cependant, il y a un problème de transparence car le prix des actions vendues n'est connu qu'à la fin de la transaction. Etant donné l'opacité du marché et le rôle qu'ont joué les dérivés de crédits en 2007, ce type de marché est vu comme étant l'origine de la contagion de la crise des subprimes. Il est donc primordial de réguler ce marché en sécurisant les échanges de ces produits et en améliorant la transparence.

Solvency II est une réforme réglementaire européenne liée aux assurances. Cette réglementation est dans la même optique que Bale II, son objectif est de mieux adapter les fonds propres exigés des compagnies d'assurance et de réassurance aux risques que celles-ci encourent dans leurs activités.

Nous pouvons constater que les réglementations évoluent vers un cadre macroprudentiel, une évolution prenant en compte des différents risques financiers. Ces dernières années, l'application de différentes normes met en lumière le progrès des pratiques financières, créant ainsi de nouveaux risques, peu ou pas anticipés par les instances de réglementation. Ces risques sont donc par la suite intégrés aux réglementations. Leurs présences sont préférés pour réguler, de manière la plus optimal, le marché financier. Bien entendu, leurs existences peuvent être controversés par les partisans du laissez-faire. Comme ce fut le cas dans les années 80 aux États-Unis rendant les banques beaucoup plus sensibles aux chocs macroéconomiques.

Dans le but de dispenser l'économie mondiale d'une crise similaire dans le futur, en plus de modifier l'architecture financière, il est nécessaire d'instaurer de nouvelle régulation ou de renforcer celles déjà existantes. L'exemple de MiFID en est une bonne illustration.

# Chapitre 3

## Directive concernant les marchés d'instruments financiers

Parmi les directives européennes existantes, MiFID illustre bien l'étendue du travail nécessaire à la mise en pratique d'une réglementation ciblant un aussi grand éventail d'instruments financiers. Directive plus que nécessaire dans un système financier régis presque que par ces instruments. De plus, la bonne compréhension de cette directive passe aussi par la pratique. Expérience partagée dans le sixième point du quatrième chapitre.

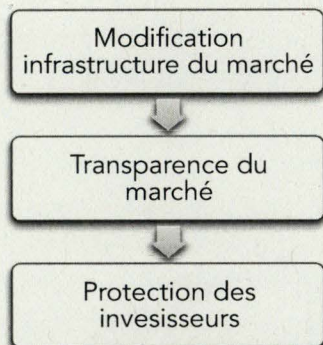
Ce chapitre reprend premièrement les divers objectifs de la directive: la modification de l'infrastructure du marché, la transparence et la protection client. Deuxièmement, les conséquences majeures constatées. Pour conclure avec les événements marquants qui ont conduit la directive à être révisée.

### 3.1 Les objectifs de la directive

La directive, 2004/39/CE, MiFID (Market in Financial Instrument Directive), entrée en vigueur en novembre 2007 rentre dans l'objectif de la réglementation financière européenne du bon fonctionnement des marchés. La directive représente l'ensemble de règlements juridiques européens qui contribuent à la réalisation des objectifs en matière d'harmonisation et d'intégration des marchés financiers. Toutes les sociétés fournissant des conseils et des services de placement doivent s'y conformer: banques, agents de change ou autres intermédiaires financiers.

Le besoin d'introduire une directive encadrant tout les instruments financiers est essentiel. En effet, les produits et les instruments financiers deviennent de plus en plus nombreux et de plus en plus complexe. Les actions et les services proposés par les banques comme la gestion de portefeuille, le conseil en investissement, la réception et la transmission d'ordres et l'exécution des ordres, sont concernés.

Cette directive propose la possibilité d'opérer sur des marchés financiers plus efficaces, concurrentiels et plus transparent.



**Figure 3.1.1:** Objectifs visés par la directive EU sur les marchés d'instruments financiers.

### 3.1.1 Modification de l'infrastructure du marché

MiFID poursuit trois objectifs. Le premier est le renforcement de la concurrence entre les plateformes de négociation en autorisant la création par les banques d'investissement de plateforme multilatérale de négociation ("multilateral trading facilities"- MTF). L'entreprise gérante de ce type de système décide de ses règles tant que celles-ci sont en conformité avec le principe de transparence. Ce principe est fondamental avant et après la négociation. L'entreprise se doit de publier le prix, le nombre et l'heure de la transaction de l'achat et de la vente d'un titre. C'est la transparence pré et post-négociation.

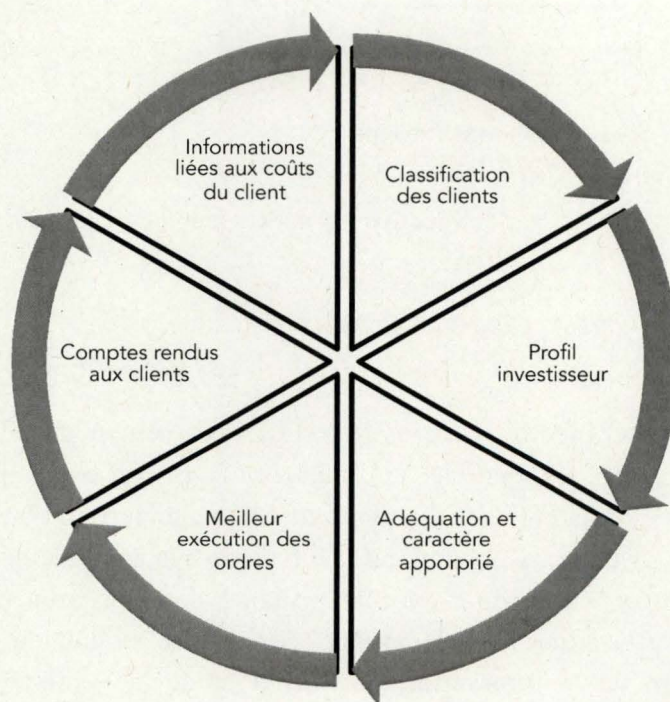
Contrairement au marché réglementé, les MTF n'ont pas besoin de recevoir d'accord de l'émetteur pour accorder un titre aux négociations. En échange, l'émetteur n'a pas de devoir d'information envers la plateforme.

### 3.1.2 Transparence

Le second est l'amélioration de la transparence avant et après opérations étendue aux produits tels que les actions. N'ayant pas été très développé dans la directive MiFID I, ce volet est détaillé plus en profondeur dans le troisième point du chapitre 4 concernant MiFID II.

### 3.1.3 Protection client

Le volet protection client est divisé en plusieurs thèmes tels que la classification des clients, le profil investisseur, l'adéquation et le caractère approprié, la meilleure exécution des ordres, les comptes rendus aux clients et les informations des clients.



**Figure 3.1.2:** Les thèmes visés par MiFID I, garantissant la protection des clients, applicables aux établissements financiers

MiFID demande aux banques de classer leurs clients en trois catégories. La première est la contrepartie éligible. Elle représente les clients professionnels intervenant sur le marché financier ayant l'obligation d'avoir une expertise en matière de prise de décision d'investissement. C'est le cas pour toutes les entreprises d'investissement, de crédit, d'assurance et de fonds de pension mais aussi des gouvernements, des banques centrales et des organisations supranationales. Ensuite, il y a les clients professionnels détenant l'expérience, la connaissance et l'expertise indispensable pour prendre les décisions d'investissement et mesurer leurs risques. Ce sont des entreprises qui répondent à moins deux des trois critères ci dessous:

- Total du bilan de 20 000 000 EUR
- Chiffre d'affaire de 40 000 000 EUR
- Fonds propres de 2 000 000 EUR

Enfin, il y a les clients dits « de détail » comprenant les clients n'appartenant pas aux deux catégories précédentes. Les clients particuliers doivent fournir assez d'informations pour qu'une évaluation sur leurs connaissances et expériences des produits financiers soit réalisée. Les règles des clients professionnels et les contreparties éligibles sont moindres que celles pour les particuliers. Ils sont donc moins protégés que ces derniers.

MiFID exige que les banques évaluent leurs clients avant de les conseiller en leur établissant un profil investisseur via un questionnaire que le client doit remplir pour que la banque ait une idée de sa tendance ou non à investir dans des produits risqués. Elles évaluent la connaissance et l'expérience du client relatif aux instruments financiers et d'investissements, sa situation financière et ses objectifs d'investissements.

Le volet « adéquation et caractère approprié » signifie que la banque vérifie que le profil investisseur correspond bien au service offert par l'établissement financier.

La meilleure exécution est l'un des concepts les plus importants de MiFID. Cela signifie qu'il revient à l'intermédiaire financier de prendre toutes les mesures raisonnables pour assurer l'exécution optimale des ordres. Dans cette logique sont pris en considération le coût, la rapidité et la probabilité d'exécution, le montant, la nature et tout ce qui est pertinent à l'exécution de l'ordre. Ce concept s'applique aux clients particuliers et aux clients professionnels.

Des comptes rendus sont fournis aux clients. Une fois le service fourni, l'intermédiaire financier se doit de continuer à informer son client. Il fournit un rapport sur l'exécution des ordres et les transactions ainsi qu'une estimation de la valeur des instruments de placement et des capitaux en gestion. Les clients doivent être avertis assidument sur les services et les produits que la banque propose. Ils doivent être informés de l'exécution d'un ordre et doivent recevoir annuellement un relevé de leurs avoirs.

La régulation exige que les informations concernant les coûts de l'investissement potentielle soient correctes, transparentes, non mensongères et livrées à temps. Le client doit pouvoir évaluer les risques et les rendements potentiels pour chaque produit et service. Un client particulier obtient une information plus précise qu'un client professionnel. En règle générale, l'obligation n'est pas d'application aux contreparties éligibles.

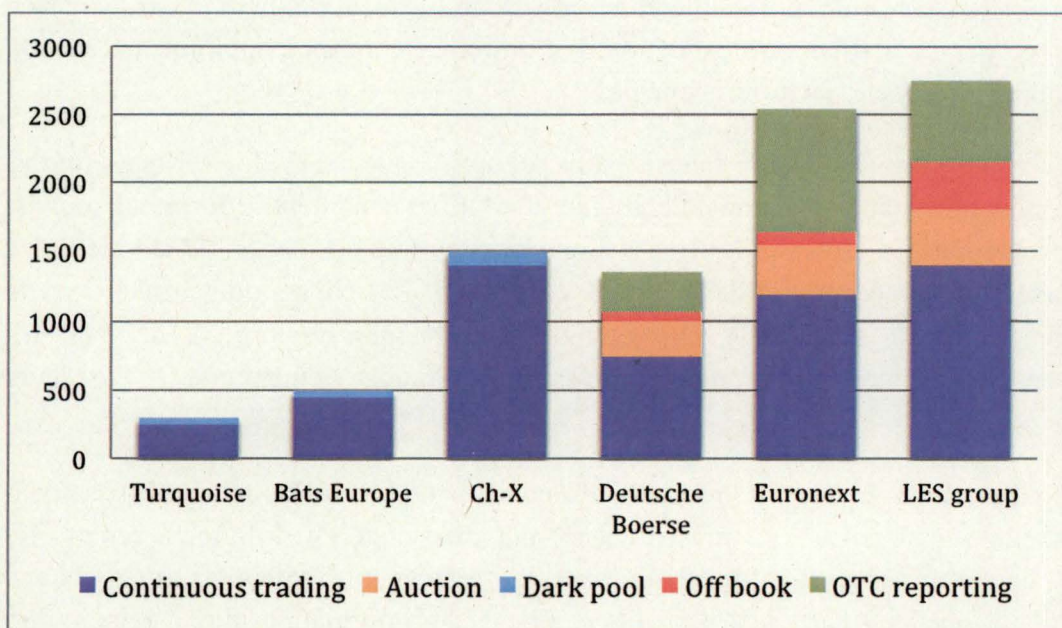
## 3.2 Les conséquences liées à l'application de MiFID

Comme pour chaque directive, le recul permet de mettre en exergue les conséquences majeures suite à leur application. 10 ans après la mise en pratique de MiFID, les chiffres permettent de constater une augmentation du chiffre d'affaire sur les MTF, un bilan mitigé au niveau de la liquidité et l'émergence de pool de liquidité opaque.

### 3.2.1 Augmentation du chiffre d'affaire des MTF

Même si des améliorations sont constatées, la régulation fait face à des limites très vite perceptibles. D'après Gentile, M., & Fioravanti, S. F. (2011)<sup>16</sup>, suite à l'adoption de MiFID le processus de fragmentation des marchés s'est accrue en Europe. La part d'échange sur la plateforme de systèmes multilatéraux de négociation (MTF) est quasiment nulle, en 2008, pour être égale à 18% du chiffre d'affaire total quelques années plus tard.

**Graphique 3.2.1:** Chiffre d'affaire des marchés financiers européen en 2010, en milliard d'€



Source: Thomson Reuters data

Une telle augmentation est due en partie aux frais de transaction moins élevés qu'à la concurrence. De plus, l'apparition du trading algorithmique et du trading à haute

<sup>16</sup> Gentile, M., & Fioravanti, S. F. (2011). « The impact of market fragmentation on European stock exchanges. »

fréquence rend plus attractif l'utilisation de ces plateformes en réduisant la latence (différence entre le temps moyen de la transmission d'un ordre et de son exécution). Les MTF (Turquoise, Bats Europe, Chi-X) proposent des titres européens plus liquides comparés au marché réglementé (Deutsche Boerse, Euronext, LSE group) spécialisé dans les titres domestiques. Le graphique 3.2.1 met en évidence que la somme du chiffre d'affaire des MTF est proche de celui du marché réglementé. Cela confirme la popularité de ce type de marché.

### 3.2.2 L'impact sur la liquidité mitigé

Suite à la mise en concurrence des plateformes de négociation, l'impact de la fragmentation sur les marchés est mitigé. En effet, Chowdry and Nanda (1991)<sup>17</sup> démontre que la concurrence entre les places de négociation rend le prix plus opaque et mène à une asymétrie d'information et un problème de sélection adverse.

Mendelson(1987) and Madhavan (1995)<sup>18</sup> défendent l'idée que la fragmentation peut réduire la liquidité, affaiblir l'efficacité de l'information et augmenter la volatilité. Biais (1993) souligne qu'avec une certaine transparence, le niveau de liquidité du marché boursier ne change pas.

Néanmoins, certaines études empiriques mettent en lumière le coté négatif de la fragmentation. Easley et al. 1996 prouvent que la fragmentation rend la formation des prix plus opaques et freine le processus de la meilleure exécution. D'autres, révèle le coté positif de la fragmentation. Battalio (1997)<sup>19</sup> démontre que même en la présence du problème de sélection adverse, le niveau d'efficacité du marché augmente. De plus, O'Hara et Ye (2011)<sup>20</sup> prouvent que la fragmentation ne diminue pas la liquidité et n'affaiblit pas la qualité de l'information. Plus récemment, Foucalt et Menkveld (2008) exposent que la compétition entre la plateforme de négociation LSE-Eurosets et Euronext a un effet positif sur la liquidité entre autre grâce aux nouvelles technologies rendant le concept de meilleure exécution plus simple à appliquer. Gresse (2011), et Gomber et al. (2011)<sup>21</sup> démontrent qu'il y a un effet positif global sur le niveau de liquidité sur le marché boursier européen.

---

<sup>17</sup> Chowdhry, B., & Nanda, V. (1991). "Multimarket trading and market liquidity". *The Review of Financial Studies*, 4(3), 483-511.

<sup>18</sup> Madhavan, A. (1995). "Consolidation, fragmentation, and the disclosure of trading information". *The Review of Financial Studies*, 8(3), 579-603.

<sup>19</sup> Battalio, R., Greene, J., & Jennings, R. (1997). "Do competing specialists and preferencing dealers affect market quality?". *The Review of Financial Studies*, 10(4), 969-993.

<sup>20</sup> O'Hara, M., & Ye, M. (2011). "Is market fragmentation harming market quality?". *Journal of Financial Economics*, 100(3), 459-474.

<sup>21</sup> Gresse, C. (2011). Effects of the competition between multiple trading platforms on market liquidity: evidence from the MiFID experience. *SSRN eLibrary*.

De plus, le trading algorithmique a des effets sur la liquidité et sur les coûts de transactions. D'un point de vue de liquidité, Brogaard, J. (2010)<sup>22</sup> conclut que le trading algorithmique et le trading à haute fréquence améliorent la liquidité.

Beaucoup d'études sont menées sur le sujet et de divers résultats sont constatés. En effet, il est difficile d'avoir un avis tranché sur la question. Les multitudes de paramètres à prendre en compte rendent les études empiriques difficiles à réaliser. Il est d'autant plus compliqué d'étudier l'impact de la liquidité sur les marchés boursiers après la mise en application de MiFID car celle-ci coïncide avec le début de la crise financière risquant encore plus de biaiser les résultats.

La seule certitude est que les marchés réglementés semblent perdre leur statut de leadership suite à cette fragmentation, existante depuis MiFID I, introduisant de la concurrence sur les marchés financiers.

### 3.2.3 *Emergence de pool de liquidité*

Ensuite, le marché voit émerger des pools de liquidité opaques. En effet, le système multilatéral de négociation de part sa définition est soumis à des coûts de transaction moins importants et les activités sont moins pliées aux exigences réglementaires. Les entreprises profitent de certaines exceptions dans le cadre de la directive notamment en autorisant des exécutions de transaction à « l'aveugle » c'est à dire sans que le prix ne soit connu avant leur conclusion. Le but est que ces transactions de quantités importantes d'ordres n'influencent pas le cours des autres titres. Dans cette optique, ce système de négociation devient un « dark pool » de liquidité entravant l'objectif de transparence appliqué sur les marchés boursiers réglementés. En théorie, les montants des transactions doivent être déclarés post-négociation. Toutefois, d'après une étude<sup>23</sup> menée par le cabinet de consultance PwC en 2010, une part significative de transaction ne sont pas déclarées. Des distorsions de concurrence sont observées entre les lieux de négociation dues à une différence de réglementation entre les marchés réglementés et non réglementés.

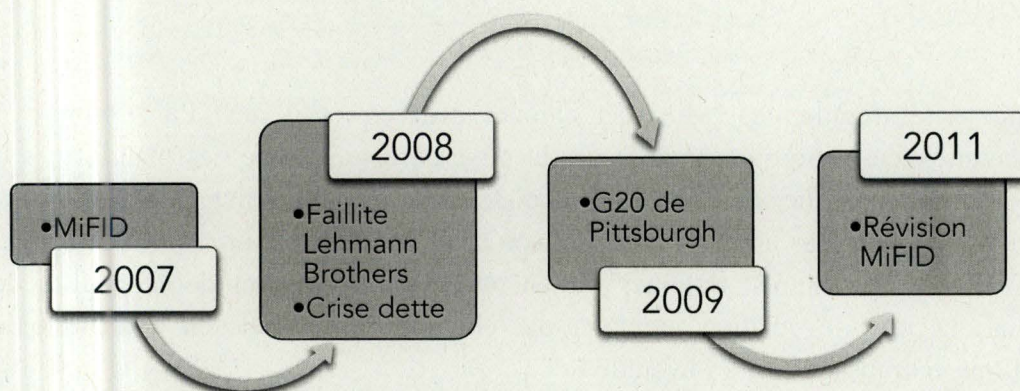
---

<sup>22</sup> Brogaard, J. (2010). « High frequency trading and its impact on market quality. » Northwestern University Kellogg School of Management Working Paper, 66.

<sup>23</sup> Lien de l'étude mené par PwC: <http://list2.pwc.fr/quand-lopacite-des-dark-pools-met-a-mal-objectif-de-transparence-de-la-mif.html>

### 3.3 Evènement marquant depuis la crise et MiFID

La crise financière surgit l'année de la mise en pratique de la directive. Des limites sont donc apparues suites aux différents épisodes de cette crise.



**Figure 3.3.1:** Ligne du temps montrant les évènements marquants de 2007 à 2011

C'est en 2007 que la directive est adoptée dans le but de protéger les investisseurs, d'augmenter la transparence et d'améliorer la concurrence entre les plateformes de négociation. La faillite de la banque Lehman Brothers est prononcée en 2008. Cet événement fait ressortir les défaillances des marchés de gré à gré. En 2009, le G20 de Pittsburgh met en œuvre un cadre supervisonelle des instituts financières. Cependant, même si MiFID apporte de la concurrence entre les services et propose aux investisseurs plus de choix à des prix plus bas, la directive connaît des limites. En octobre 2011, la commission européenne présente des propositions de révision de la Directive sur les marchés d'instruments financiers.

# Chapitre 4

## MiFID II

Comme toutes réglementations, MiFID I connaît différentes limites. Par exemple, la fragmentation de la liquidité induite par la mise en concurrence des plateformes de négociation, l'émergence de dark pools, la distorsion de concurrence entre les lieux de négociation induite par une non concordance de la réglementation entre les marchés réglementés et les autres systèmes ou encore une dégradation de la qualité des informations post-négociation induit par certaines exceptions en autorisant des exécutions de transaction à « l'aveugle ».

Il n'aura pas fallu longtemps après la mise à disposition de la première version, avant de voir apparaître le souhait d'une révision.

Premièrement, ce chapitre met en lumière les différents objectifs de cette révision: La modification de l'infrastructure du marché, la transparence et la protection des investisseurs. Ensuite, leurs processus d'application sont exposés ainsi qu'une comparaison des deux directives. Pour finir avec un exemple pratique de l'implémentation d'un des volets de MiFID II, dans un établissement bancaire au Luxembourg.

### 4.1 Les objectifs de la directive

La deuxième directive sur les Marchés d'Instruments Financiers 2014/65/UE comprends une proposition de règlement (MIFIR) et une proposition de directive (MIFID). Elle vise un éventail plus large d'instruments financiers tels qu'actions et assimilés (ETF<sup>24</sup>, certificats), les produits dérivés, obligations, produits structurés et les quotas CO2. Ils sont soumis aux mêmes exigences de transparence que les marchés des actions.

---

<sup>24</sup> Un ETF (Exchange Traded Fund) est un instrument financier hybride qui regroupe les caractéristiques des fonds et des actions. Sa fonction est de répliquer un indice de référence du marché. Son actif est constitué des valeurs qui composent l'indice, dans les mêmes proportions. *Source: [https://www.fimarkets.com/pages/etf\\_exchange\\_traded\\_funds.php](https://www.fimarkets.com/pages/etf_exchange_traded_funds.php)*

Les objectifs de MiFID II rejoignent ceux de la première directive à savoir la modification de l'infrastructure du marché, la protection des investisseurs ainsi que la transparence pré et post-négociation.

Les enjeux de MiFID II sont repartis en trois volets. Premièrement l'infrastructure de marché est modifiée via la mise en place d'un nouveau système organisé de négociation «OTF», l'encadrement du trading à haute fréquence, l'encadrement de la négociation de gré à gré, la modification apportée au reporting des transactions « RDT » et la création d'un marché de croissance des PME.

Deuxièmement, la transparence du marché est augmentée grâce à la mise en place de la transparence pré et post-trade et d'un reporting des transactions. En effet, au niveau de la transparence pré-négociation, les marchés réglementés, les MTF et les OTF «rendent publics les prix acheteurs et vendeurs, ainsi que l'importance des intentions de négociation exprimées à ce prix»<sup>25</sup>. Cependant, la réglementation autorise des dérogations. Ainsi, les autorités nationales de régulation «peuvent dispenser de l'obligation de rendre publiques les informations en fonction du modèle de marché ou du type et de la taille des ordres. Les autorités compétentes peuvent notamment lever cette obligation pour des ordres d'une taille élevée par rapport à la taille normale du marché»<sup>26</sup>. L'Autorité européenne des marchés financiers est prévenue et donne un avis sur des dérogations que les autorités nationales obtiennent. En ce qui concerne la transparence post-négociation, la directive impose aux marchés réglementés, aux systèmes multilatéraux de négociation (MTF) et les systèmes organisés de négociation (OTF) à rendre publics « le prix, le volume et l'heure des transactions exécutées dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques »<sup>27</sup>.

Dernièrement, la protection des investisseurs est améliorée.

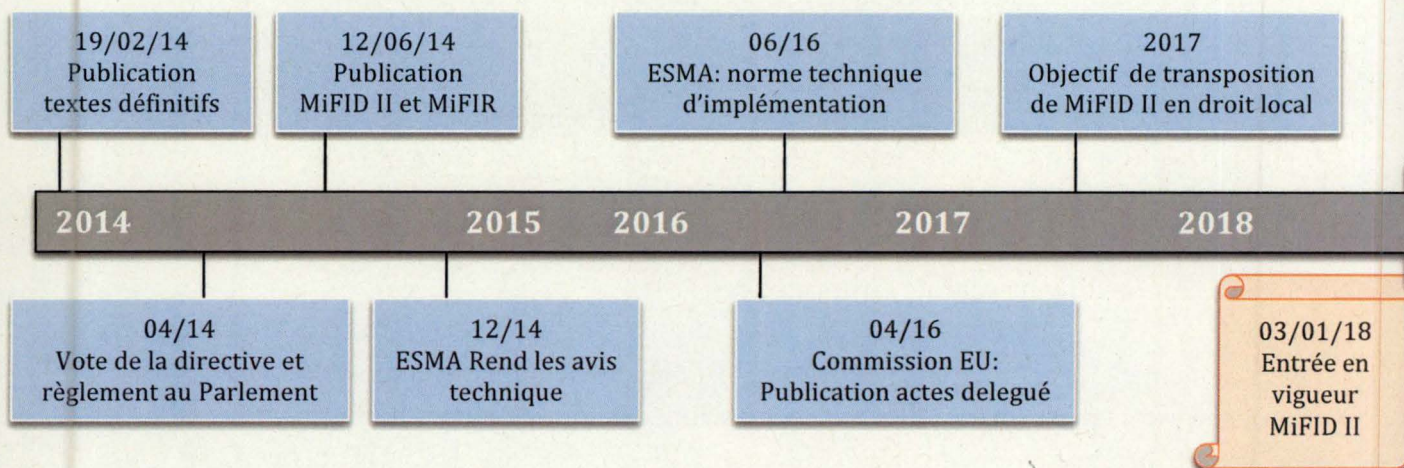
Les anciennes exigences sont renforcées ou dans certains cas seulement implémentées. Effectivement, ayant pu réaliser mon stage aux seins de la BGL BNP Paribas parmi le projet d'implémentation de MiFID II, j'ai pu constater que beaucoup de thèmes n'ont pas été mis en place lors de la première version. Sa révision est utilisée pour combler les lacunes restantes telles que la classification des clients, l'adéquation et caractère approprié, meilleure exécution des ordres et les informations liés aux coûts du client.

---

<sup>25</sup> Règlement (UE) N°600/2014 du Parlement européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, Art 3 et Art 7

<sup>26</sup> Règlement (UE) N°600/2014 du Parlement européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, Art 4 et Art 8

<sup>27</sup> Règlement (UE) N°600/2014 du Parlement européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, Art 5 (concernant les actions) et Art 9 (concernant les autres instruments financiers)



**Figure 4.1.1:** Calendrier de la mise en application de MiFID II.

## 4.2 Infrastructure de marché

### 4.2.1 Création d'une nouvelle plateforme organisée de négociation, les Organized Trading Facilities (OTF)

Les marchés de gré à gré (OTC) et les marchés de dérivés sont critiqués depuis 2008 pour leur potentiel rôle jouer dans la crise. L'Europe propose deux textes pour rendre ces marchés plus transparents. D'une part, un nouveau règlement sur les infrastructures de marché (EMIR) visant à réduire le risque systémique via la compensation centrale et via un reporting des transactions à des chambres d'enregistrement. D'autre part, la révision de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF) permettant de maximiser le nombre de transactions de gré à gré et de dérivés exécutées sur des marchés organisés.

Les régulateurs européens proposent la création d'une quatrième catégorie de plateforme organisée et appelée « organised trading facility » (OTF) en parallèle aux systèmes multilatéraux de négociation (MTF). L'OTF est réservé à la négociation de gré à gré impliquant les instruments dit « non equity » c'est à dire les produits financiers structurés, les obligations, les instruments dérivés et les quotas d'émission.

L'OTF est un système multilatéral, différent d'un marché réglementé ou d'un MTF. Il reprend toutes les formes organisées existantes d'exécution et de négociation ne se conformant pas aux spécifications réglementaires des plateformes existantes.

« Les MR et les MTF se caractérisent par une exécution non discrétionnaire des transactions [...]. En revanche, l'opérateur d'un OTF dispose d'un certain pouvoir discrétionnaire sur la façon dont une transaction est exécutée. C'est pourquoi, il est soumis à des obligations de protection des investisseurs, à des règles de conduite et à des obligations « d'exécution au mieux » à l'égard des clients qui utilisent la plateforme. [...] Cependant, afin de garantir à la fois que l'opérateur de l'OTF est neutre lors de chaque transaction et que les droits des clients qui sont ainsi regroupés ne peuvent pas être mis en péril par une possibilité de faire du profit à leurs dépens, il est nécessaire d'interdire à l'opérateur de l'OTF de négocier en engageant ses propres capitaux »<sup>28</sup>.

Les entreprises d'investissement se doivent de respecter certaines exigences lorsqu'elles exploitent ce type de plateforme. Par exemple, un même opérateur ne peut exploiter un OTF et un internalisateur systématique au sein de la même entité juridique. De plus, il est interdit d'interagir entre les différents ordres d'OTF. Dernièrement, tout organisme financier ayant la volonté d'utiliser un OTF, se doit de fournir une explication détaillée sur les raisons de la non utilisation des autres plateformes.

#### *4.2.2 Encadrement de la négociation de gré à gré*

Les problèmes affectant le marché des produits dérivés de gré à gré sont mis en lumière lors de la crise financière avec le quasi-effondrement de la banque d'investissement Bear Stearns, la faillite de la banque Lehman Brothers et le sauvetage de l'un des leaders mondiaux de l'assurance et des services financiers, l'AIG. Pour éviter ce type de situation dans le future, le 25 septembre 2009, lors du G20 à Pittsburgh, les chefs d'États et de gouvernement du G20 conviennent que: « tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plateformes d'échanges ou via des plateformes de négociation électronique lorsqu'il y a lieu et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. »

La directive régleme les négociations de gré à gré en obligeant la négociation des actions et des produits dérivés sur des lieux spécialisés.

Les actions admises sur les MR ou autres plateforme de négociation doivent être

---

<sup>28</sup> Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [EMIR sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux], Généralités – Conditions de concurrence équitables, §3

négocié dans le cadre d'un marché réglementé, un MTF, d'un internalisateur systématique ou sur la plateforme de négociation d'un pays tiers équivalente

Les produits dérivés, évalués comme étant liquides par l'ESMA et soumis à l'obligation de compensation centrale (cfr sous-section 4.2.4) sont échangés sur un MR, MTF,OTF ou sur la plateforme de négociation d'un pays tiers équivalente.

De plus, la directive met au clair la définition de l'internalisateur systématique. La nouveauté réside dans l'ajout, à la définition du Règlement Général de l'autorité des marchés financiers, de l'introduction de seuils délimitant le caractère « fréquent, systématique et significatif ».

#### 4.2.3 Réglementation du trading à haute fréquence

La directive insère dans sa révision de nouvelle définition ainsi que de nouvelles obligations destinées aux personnes utilisant les évolutions technologiques de négociation telles que le trading algorithmique, le trading à haute fréquence et l'accès directe au marché<sup>29</sup>. Sous la pression de la concurrence, les plateformes de négociation déploient des réseaux informatiques et des systèmes d'exécution de plus en plus puissants facilitant l'utilisation d'algorithmes à haute fréquence.

Le commissaire européen, Michel Barnier, chargé du Marché intérieur, approuve cet accord, en rappelant que «l'accroissement spectaculaire, en volume et en vitesse, des flux d'ordres échangés pourrait être un facteur de risque systémique».

Le trading algorithmique à haute fréquence « est une négociation d'instruments financiers dans laquelle un algorithme informatique détermine automatiquement les différents paramètres des ordres en utilisant une intervention avec une intervention humaine limitée. Le trading à haute fréquence est caractérisé par une infrastructure minimisant les latences informatiques et un débit intra journalier élevé de messages qui constituent des ordres, des cotations ou des annulations<sup>30</sup>. »

Concernant le trading algorithmique, les sociétés utilisant ce type de trading ont le devoir d'informer l'autorité compétente de leur plateforme d'utilisation. La réglementation prévoit l'application de systèmes de contrôles des risques et la

---

<sup>29</sup> Accès direct au marché (DMA) est un mécanisme par lequel un membre d'une plateforme de négociation permet à une personne l'utilisation de son code de négociation dans le but qu'elle transmette électroniquement et directement à la plateforme de négociation des ordres liés à un instrument financier *Source: <http://www.londonstockexchange.com/>*

<sup>30</sup> Directive 2014/65/UE du parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, Art 1§61.

vérification du caractère légal des transactions via ce système. Les stratégies de trading, les paramètres de négociation ainsi que les contrôles de conformité du système doivent être communiqués au régulateur.

Pour ce qui est du trading algorithmique à haute fréquence (HFT), un registre contenant les informations de tous les ordres exécutés tels que les annulations d'ordres, les ordres exécutés et les cotations sur des plateformes de négociations doivent être sauvegardés dans le but de pouvoir les examiner en temps voulu par les autorités. De plus, les régulateurs ont le moyen de geler instantanément les marchés électroniques en cas d'emballement d'un algorithme de trading. Il agit donc comme un « coupe-circuit » pour les sociétés utilisatrices du HFT en évitant l'emballement des transactions. Chaque plateforme a l'obligation d'instaurer son propre système. Les algorithmes utilisés sont testés et validés par les autorités régulatrices. Les sociétés pratiquant ce type de trading se doivent de détenir une licence dont les critères sont définis par l'ESMA. Cela entraîne la révélation automatique des informations liées au code source des algorithmes, étant d'une extrême confidentialité parmi les sociétés.

L'accès au marché direct est aussi soumis à l'obligation de notifier la plateforme d'utilisation aux autorités concernées. La directive instaure un système de contrôle des risques ainsi qu'une surveillance des transactions et un contrôle de l'activité des clients. De plus, un accord précisant les droits et obligations des parties doit être créé entre la personne et le client concerné.

#### 4.2.4 Accès à la compensation

La faillite du groupe Lehman Brothers met un froid dans le système financier mondial. Durant cette crise, les compensations par contrepartie centrale (CCP)<sup>31</sup> jouent un rôle bénéfique sur les marchés. En effet, durant cette période, la banque Lehman Brothers détient une position sur des swaps de taux d'intérêt correspondant à 9 000 milliards de dollars gérée par le service de compensation SwapClear de LCH.Clearnet.

---

<sup>31</sup> Le fonctionnement d'une CCP repose avant tout sur le principe de novation qui, à partir d'une obligation unissant deux contreparties A et B, consiste en la création de deux nouveaux contrats: un contrat entre la contrepartie A et la CCP et un autre entre la contrepartie B et la CCP. Dès lors, cette dernière devient l'acheteur de tous les vendeurs et le vendeur de tous les acheteurs. Ainsi, si les termes d'échange sont spécifiés entre les deux contreparties seulement au moment de la négociation, le processus post-transaction (confirmation, livraison) est entièrement délégué à la CCP qui va être en charge de la bonne fin de l'exécution du contrat jusqu'à maturité. *Source: Fourel, V. & Idier, J. (2011). "Des effets théoriques de l'introduction d'une contrepartie centrale pour l'organisation des marchés otc". Revue d'économie financière, (1), 53-72.*

L'économie s'inquiète donc des répercussions que peut avoir la banque en cas de défaut sur les swaps de crédit (CDS). Le service de compensation gère cette faillite pour laquelle seulement une petite partie des marges initiales postées par la banque est utilisée. L'efficacité de cette gestion en temps de crise démontre que l'utilisation de ces CCP doit être un volet fondamental à l'objectif de stabilité financière. Il est important de multiplier leurs éventails d'instruments financiers. Ce système ne peut éviter une mauvaise gestion du risque mais peut grâce à d'autres réformes, détecter les différents risques du système, d'en identifier l'étendu et de réagir en situation de défaut. La réglementation européenne sur les infrastructures de marché (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) et la loi Dodd-Frank<sup>32</sup> sont le résultat d'une coopération internationale visant à pallier à ces obstacles en favorisant la stabilité financière mondiale par le biais d'une meilleure supervision des transactions sur dérivés de gré à gré et grâce à la compensation centralisée recourant aux CCP. Depuis quelques années la concurrence s'est accrue avec de nouvelles CCP créées pour les nouvelles plateformes de négociation suite à l'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers en 2007.

Les CCP créées pour les nouvelles plateformes de négociation se sont multipliées ces dernières années. En effet, suite à l'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers, l'éventail des instruments qu'elles compensent s'élargit.

L'accès non discriminatoire à la compensation vise à avantager la libre concurrence entre les infrastructures de marché. La réglementation MiFIR offre un cadre législatif du processus d'admissions des contreparties centrales ainsi que des plateformes de négociation. L'objectif est d'assurer aux contrats négociés sur les plateformes, l'accès à des contreparties centrales en respectant des conditions transparentes et non discriminatoires. Une demande formelle doit être communiquée à la contrepartie centrale représentant la plateforme, à l'autorité concernée et à sa propre autorité compétente. Un refus est appuyé par rapport aux critères d'accès précisés dans la réglementation. L'autorité compétente permet à une contrepartie centrale d'avoir accès à une plateforme de négociation si celui-ci ne demande pas un accord d'interopérabilité, n'implique pas de fragmentation des liquidités des marchés et n'amplifie pas le risque systémique.

MiFIR améliore les dispositions prévues par EMIR en acceptant une compensation indirecte conforme aux exigences relatives à la ségrégation et la prévention du risque de défaillance.

---

<sup>32</sup> La loi Dodd-Frank ou le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act est une loi américaine adoptée en 2010 suite à la crise des subprimes dont les objectifs principaux sont stabilité financière des États-Unis et la transparence dans le système financier. *Source : Musteanu, C. (2016). "La réforme Dodd-Frank des produits dérivés de gré à gré: vers un modèle mondial?"*.

**Tableau 4.2.1: Comparaison de la compensation entre MiFIR et MiFIR avec EMIR.**

MiFIR		MiFIR + EMIR
Obligation de compensation centrale des dérivés négociés sur un marché organisé.	Client indirect	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ségrégation client / client indirect: choix du client indirect entre ségrégation individuelle et omnibus</li> </ul>
Autorisation de la compensation indirecte pour les dérivés négociés: sous réserve de respecter de manière équivalente les dispositions sur la ségrégation / portabilité et la procédure de défaillance prévue par EMIR.	Client	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Engagement de communiquer au CM l'ensemble des informations détenues sur le client indirect</li> </ul>
Contrôle des limites de négociation: Communication des limites du client aux plateformes qui effectuent le contrôle dans un délai de 1 à 5min	Membre compensateur	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ségrégation client / client indirect: choix du client indirect entre ségrégation individuelle et omnibus</li> <li>✓ Procédure de défaillance: mise en place d'une gestion du risque de défaillance client comprenant une procédure de transfert des actifs et positions détenus par le client indirect.</li> </ul>
Acceptation de la compensation par le CM: La CCP fournit les informations au CM dans un délai de 60s.	CCP	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Obligation de compensation centrale des dérivés OTC, jugés comme liquides et standardisés</li> </ul>
Délai de transmission de l'exécution à la CCP: 10s (multilatérale électronique), 10 min (multilatérale non électronique) et 30 min (bilatérale)		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ségrégation client / client indirect: conservation des enregistrements et d'une comptabilité distincts permettant de distinguer les actifs et positions des client directs et indirects (min. un compte omnibus par client)</li> </ul>
Acceptation de la compensation par la CCP: La CCP accepte ou rejette la transaction dans un délai de 10 s		

Source: 99 Advisory

#### 4.2.5 Le marché de croissance des PME

En raison de leur contribution à la croissance économique et la création d'emplois, les petites et moyennes entreprises continue à représenter l'un des enjeux majeurs des politiques publiques ces prochaines années.

La révision de la directive MiFID met en place une nouvelle sous catégorie de systèmes multilatéraux de négociation (MTF): les « marchés de croissance des PME ». Ce type de marché permet au PME d'entrée plus facilement sur le marché financier. MiFID offre un marché dédié uniquement aux petites et moyennes entreprises permettant l'accès au financement mais aussi l'amélioration de la formation des prix.

Si un instrument financier est déjà négocié sur le marché de croissance des PME, il peut être échangé sur un autre marché mais uniquement avec l'autorisation de l'émetteur.

**Encadré 4.2.1:** Les principales conditions d'obtention de l'enregistrement au sein du marché des PME

- 50 % au moins des émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur le MTF sont des PME au moment où le MTF est enregistré en tant que marché de croissance des PME et au cours de toute année civile ultérieure.
- Les émetteurs sont des petites et moyennes entreprises (sociétés dont la capitalisation boursière moyenne est inférieure à 200 millions €) ;
- La publication d'un document approprié ou d'un prospectus lors de l'admission initiale à la négociation des instruments financiers. Ce document doit contenir suffisamment d'informations pour permettre aux investisseurs de décider en connaissance de cause d'investir ou non dans les instruments financiers en question ;
- La publication d'informations financières périodiques en continu par ou au nom d'un émetteur sur le marché ;
- Les informations réglementaires relatives aux émetteurs sur le marché sont conservées et diffusées auprès du public.

*Source: Directive 2014/65/UE du parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, Art 33.*

## 4.3 Transparence du marché

Les entreprises profitent de certaines exceptions dans le cadre de la directive notamment en autorisant des exécutions de transaction à « l'aveugle » c'est à dire sans que le prix ne soit connu avant leur conclusion.

Plusieurs raisons amènent à l'émergence de « dark pool ». La multiplication des dérogations sur les exécutions de transaction à « l'aveugle », la fragmentation des négociations par la multiplication des plateformes et le contenu de la transparence peu précise. Une révision de ce volet est donc nécessaire pour pallier à ce problème. La directive distingue deux phases dans sa révision. La transparence pré-négociation et post-négociation.

### 4.3.1 Pré-négociation

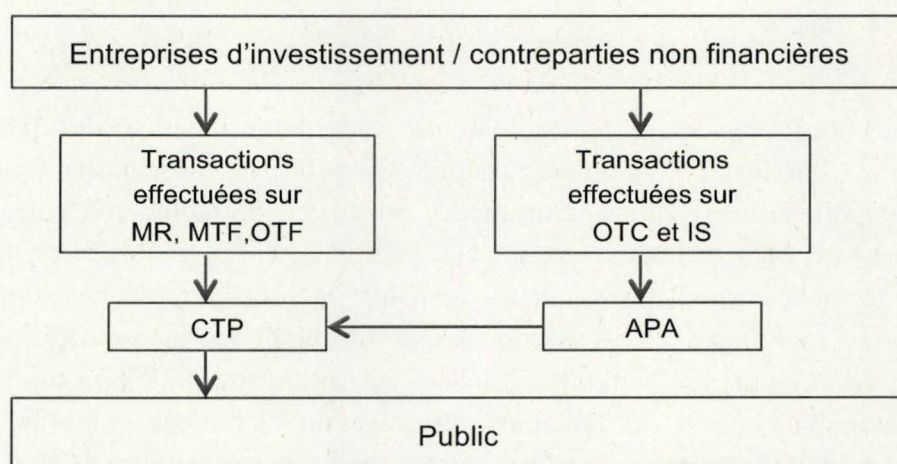
Les dispositions concernant la transparence varient en fonction des instruments financiers. Les actions et instruments assimilés (certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels, autres instruments financiers similaires) négociés sur les plateformes MR, MTF et internalisateurs systématiques, ont pour obligation de publier les prix des acheteurs et des vendeurs ainsi que les positions de négociation. Les informations sont mises à disposition au public durant les heures de négociation normales. Des dérogations sont possibles dans les cas suivants. Si le prix est disponible sur une autre plateforme et est largement diffusé, si un instrument est non liquide et si la taille des ordres est élevée par rapport à la taille normale de marché. Il y a un mécanisme de plafonnement de 4% pour une plateforme donnée et de 8 % pour toutes plateformes confondues sur une même valeur à l'échelle de l'UE.

En ce qui concerne les instruments « Non Equity » (obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés) négociés sur les plateformes internalisateurs systématiques et OTF, ils ont aussi pour obligation de publier les prix des acheteurs et des vendeurs ainsi que les positions de négociation. Les informations sont mises à disposition au public durant les heures de négociation normales. Des dérogations sont possibles dans les cas suivants. Si un instrument est non liquide et si la taille des ordres est élevée par rapport à la taille normale de marché. Par contre, il n'y a pas de mécanisme de plafonnement des volumes.

Pour les obligations communes, les informations sont mises à disposition au public gratuitement 15 minutes après publication mais celles-ci sont séparées des données pré-négociation et post-négociation.

#### 4.3.2 Post-négociation

La réglementation instaure le système consolidé de Publication (CTP)<sup>33</sup> permettant de centraliser après les transactions, les informations liés aux prix, aux volumes, aux clients concernés et aux personnes responsables de la transaction. Ce système récolte les informations auprès des plateformes de négociation. Lorsque les transactions effectuées sont en dehors des plateformes, le système collecte les informations au près des entreprises d'investissement par l'intermédiaire de dispositifs de publication agréés (APA)<sup>34</sup>. L'objectif est de les fournir aux acteurs du marché sous le format d'un flux électronique de données le plus rapidement possible. Tous les opérateurs de marché peuvent utiliser un APA et CTP pour autant qu'ils aient introduit une demande auprès de l'autorité compétente. Les informations doivent être gratuite et disponible dans les 15 minutes après la transaction.



**Figure 4.3.1:** Processus de reporting des données post-négociation

#### 4.3.3 Reporting direct des transactions

En plus des exigences pré et post-négociation, les entreprises d'investissement effectuant des transactions sur des instruments financiers doivent fournir une déclaration précise (RDT) auprès du régulateur.

<sup>33</sup> Consolidated Tape Provider (CTP) est une entité qui a pour mission de collecter les informations auprès des MR, MTF, OTF, APA et les regrouper sous le format d'un flux électronique de données le plus rapidement possible. *Source:* <https://www.esma.europa.eu/>

<sup>34</sup> Approved Publication Authority (APA) est une entité créée suite à la Directive MIFID 2, ayant pour but de fournir à des entreprises d'investissement, un service de déclaration détaillée des transactions aux autorités compétentes ou à l'ESMA. *Source:* <http://www.traxmarkets.com/apa-news.aspx>

Trois types d'instruments financiers sont concernés par l'obligation de reporting. Premièrement, sont concernés les instruments financiers qui sont admis à la négociation ou négociés sur une plateforme de négociation ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation est présentée. Deuxièmement, les instruments financiers dont le sous-jacent est un instrument financier négocié sur une plateforme de négociation. Finalement, les instruments financiers dont le sous-jacent est un indice ou un panier composé d'instruments financiers négociés sur une plateforme de négociation.

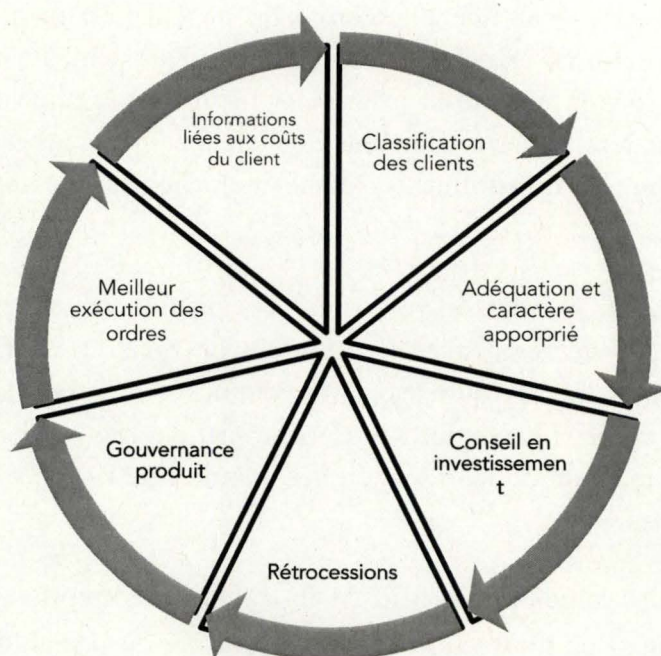
Le RDT doit contenir les noms et références des instruments achetés ou vendus, la quantité, la date et l'heure d'exécution, le prix de transaction, l'identification du client, les personnes et algorithmes informatiques responsables de la décision d'investissement et de l'exécution de la transaction, les types de transactions concernées et une mention d'identification liée à une vente à découvert sur les actions et dettes souveraines.

Lorsque le RDT est complété, les MR, MTF, OTF, les entreprises d'investissement soumis au reporting des transactions et le mécanisme de déclaration (ARM)<sup>35</sup> doit déclarer leurs transactions au régulateur.

---

<sup>35</sup> Approved Reporting Mechanism (ARM) une personne autorisée, en vertu de la présente directive, à fournir à des entreprises d'investissement un service de déclaration détaillée des transactions aux autorités compétentes ou à l'AEMF. *Source: Directive 2014/65/UE du parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, Art 4 §54*

## 4.4 Protection des investisseurs



**Figure 4.4.1:** Les thèmes visés par MiFID I, garantissant la protection des clients, applicable aux établissements financiers européens.

Dans le cadre de ma dernière année de master en économie, à l'Université de Namur, j'ai réalisé mon stage chez BGL BNP Paribas, filiale luxembourgeoise du groupe BNP Paribas en tant que « IT Project Officer ». L'implémentation du volet « protection client » a nécessité la création d'une nouvelle cellule appelée « projet INVEST »

Faisant partie de ce projet, je m'occupais de l'implémentation de l'un des thèmes de l'un des trois volets de MiFID II, celui de l'obligation d'information des coûts du client dans le volet de la protection des investisseurs. Ce point est développé dans la partie de la mise en pratique d'une réglementation européenne (cfr 4.6).

De part ce que j'ai pu remarqué, beaucoup de volets n'ont pas été mis en place lors de MiFID I. Sa révision est utilisée pour combler les lacunes restantes telles que la classification des clients, l'adéquation et caractère approprié, meilleure exécution des ordres et les informations liés aux coûts du client. De plus, de nouveaux thèmes sont aussi ajoutés tels que les rétrocessions, le conseil en investissement et le principe de la gouvernance produit. Tous ces sujets sont du ressort du « projet INVEST ».

#### 4.4.1 Classification des clients

Au niveau de la classification des clients la seule modification apportée depuis la première directive est que les municipalités et les pouvoirs publics locaux ne sont plus considérés par défaut comme contrepartie éligible. Ce qui veut dire que les entreprises d'investissement ont l'obligation de revoir la classification de leurs clients en fonction de leurs profils et de les classer selon qu'ils soient « professionnels » ou « non professionnels ».

#### 4.4.2 Évaluation de l'adéquation et du caractère approprié d'un investissement

Le thème « adéquation et caractère approprié » signifie que la banque vérifie que le profil investisseur (cfr 3.1.3) correspond bien au service offert par l'établissement financier. Travaillant dans la cellule projet, j'ai pu avoir accès au questionnaire du profil investisseur cependant celui-ci ne sera disponible uniquement lorsque la directive sera d'application, c'est à dire le 3 janvier 2018. Il ne peut donc pas être divulgué au préalable.

Une banque divise ses offres en 3 catégories.

- Les offres de conseil en investissement où la banque fournit des conseils personnalisés en investissement à son client et prend par la suite la décision d'investir ou non.
- La gestion discrétionnaire assure la gestion du portefeuille de son client et prend les meilleures décisions d'investissement au nom et pour le compte de son client.
- La réception-transmission d'ordre (RTO) consiste à réceptionner des ordres de négociation sur les marchés et à les centraliser pour ensuite les transmettre à un autre prestataire, en vue de leur exécution. Le client doit être informé que le caractère adéquat ne sera pas évalué dans ce service.

« L'adéquation et caractère approprié » s'applique uniquement sur les deux premiers services.

L'adéquation est calculée en tenant compte du profil investisseur déterminé sur base des réponses du client destiné à évaluer les critères suivants. Une bonne connaissance et expérience sur le produit ou service commercialisé, une bonne situation financière incluant la capacité à subir de potentiel perte et l'évaluation des objectifs d'investissement du client incluant sa tolérance au risque.

L'évaluation relève d'un instrument qu'il est inadéquat lorsqu'il ne s'intègre pas dans la stratégie d'investissement correspondante au profil d'investissement du client ou qu'il ne dispose pas assez de connaissance et expérience liée au produit.

Dans le cas où le client choisit le service de gestion discrétionnaire, la banque n'intègre pas l'instrument dans le portefeuille. Lorsque le client choisit le service de conseil en investissement, la banque ne donne pas d'avis mais le client est informé de l'inadéquation de son investissement potentiel.

L'évaluation du caractère approprié est indispensable lorsqu'il s'agit d'instruments financiers complexes tels que des produits structurés ou dérivés.

Le contrôle est basé sur le test concernant les connaissances et expérience spécifiques en matière d'instruments financiers. S'il en résulte que l'instrument est inapproprié et que le client bénéficie de conseil en investissement, un avertissement est communiqué. Dans le cas où l'exécution de l'ordre est tout de même souhaitée par le client, celui-ci sera effectué sous sa responsabilité.

Lorsqu'il s'agit d'instruments financiers non complexes tels que des actions ou obligations et que le client ne demande pas de conseil bancaire, l'ordre est exécuté sans évaluation du caractère approprié de la transaction sous l'entière responsabilité du client.

#### *4.4.3 Conseil en investissement*

La directive MiFID II introduit la notion de conseil fournit sur une base indépendante, en opposition au conseil transmis sur une base non indépendante. Pour offrir des conseils de manière indépendante, un établissement financier évalue un éventail large et diversifié de produits offerts sur le marché, afin d'atteindre les objectifs d'investissement du client. L'établissement financier ne se limite pas aux instruments financiers émis par des entités de son groupe. Le conseil non indépendant propose quant à lui, des instruments financiers en nombre restreint ou émis par l'entreprise d'investissement ou des entités liées.

L'ESMA, après plusieurs révisions, estime qu'un même prestataire peut fournir des conseils indépendants et non indépendants, en se soumettant à des règles organisationnelles dans le but de séparer ces deux activités, afin d'éviter tout conflits d'intérêts. En effet, les deux activités doivent être séparées au sein de l'organisation. De plus, si une entreprise d'investissement exerce des activités de conseil en investissement indépendant et non-indépendant, elle ne peut se présenter comme établissement ne proposant que du conseil indépendant.

#### 4.4.4 Rétrocessions

Cette distinction entre conseil d'investissement indépendant et non-indépendant a toute son importance dans le cadre des rétrocessions (inducements). La rétrocession est synonyme de remboursement ou de reversement. Une commission de rétrocession est donc une partie d'une commission, qu'un intermédiaire reverse à un tiers, sur sa propre commission. Dans le domaine bancaire, les banques touchent des commissions sur les titres qu'elles placent. La logique veut donc qu'ils soient rétrocedés non pas à la banque mais à leurs clients, véritable acheteur final.

C'est pourquoi MiFID, depuis l'entrée en vigueur de sa première directive, a pour objectif d'encadrer les inducements. Cependant, de par mon expérience je constate que le sujet est seulement réellement traité aujourd'hui.

D'après la directive<sup>36</sup>, les commissions et avantages sont désormais interdits dans le cadre du conseil en investissement indépendant et de la gestion discrétionnaire. Sauf lorsque les avantages sont non-monétaires mineurs susceptibles d'améliorer la qualité du service fourni au client. Les acteurs concernés sont les conseillers en investissements financiers, les sociétés de gestion de portefeuille et les banques privées.

Pour les autres services, les rétrocessions sont autorisées sous certaines conditions:

- Elles ont pour but d'améliorer la qualité du service au client
- Elles ne nuisent pas au respect de l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts de ses clients
- Le client est clairement informé de leur existence, nature, montant ou mode de calcul, en amont de la fourniture du service

#### 4.4.5 La gouvernance produit

L'introduction du concept a pour ambition de responsabiliser tous les acteurs face au client et requière une adaptation des gammes de produits, des modèles de distribution et des typologies de conseil en investissement aux clients. L'établissement financier (le producteur) a le devoir, pour chacun de ses fonds, de définir une clientèle cible ainsi qu'une stratégie de distribution adaptée à cette clientèle. Tout au long de la durée de vie du produit, le producteur devra reconsidérer l'adéquation de son produit avec cette clientèle cible et la stratégie de distribution associée dans des revues périodiques.

---

<sup>36</sup> Directive 2014/65/UE du parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, art. 24 §7 et 24 §8.

Le distributeur d'un produit se doit également d'établir sa propre clientèle cible pour ce produit. Si le distributeur est également le producteur, ce sera la même. Le producteur doit donc transmettre les éléments pertinents à ses distributeurs à savoir les caractéristiques du produit, les risques et la clientèle cible explicite. En échange, le distributeur informe le producteur de ses ventes et du profil des clients pour que le producteur puisse réévaluer sa stratégie de distribution.

Cette gouvernance produit nécessite l'approbation de l'organe de direction, pour le producteur comme pour le distributeur, et devra figurer dans le rapport du RCCI (responsable de la conformité et du contrôle interne) mis à la disposition du régulateur.

#### *4.4.6 Concept de meilleure exécution*

La meilleure exécution est définie par l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour les clients. Ce concept apparaît lors de MiFID I mais son implémentation n'aurait pas été satisfaisante. Il y aurait eu des difficultés concernant la mesure objective de la « meilleure exécution ». La directive MIFID 2 exige une politique de meilleure exécution plus détaillée et facilement compréhensible par les clients. L'ESMA précise que la politique doit être également portée sur la meilleure sélection. L'institution financière se doit de fournir aux clients de détail un résumé sur le coût total du service et sa qualité d'exécution.

Lorsqu'un client exécute un ordre de bourse sur une valeur, l'institution par laquelle il passe, a l'obligation de réaliser une simulation de cet ordre sur les différents marchés. Ensuite, la simulation révèle le meilleur marché (en fonction du coût et des taxes) sur lequel investir. L'institution doit ensuite prouver que l'opération effectuée est la meilleure possible.

Suite à l'application de MiFID I, la concurrence entre les différentes places de cotation s'est amplifiée. Il est donc logique d'exiger que les institutions financières recherchent la meilleure place pour l'exécution de ses ordres.

Les prestataires réalisant les ordres publient les informations liées aux 5 premiers lieux d'exécutions utilisés, la qualité d'exécution reçue, et ceux pour chaque catégorie d'instruments financiers. Les plateformes d'exécution se doivent également de publier les informations liées aux prix, aux coûts, à la rapidité et la probabilité d'exécution pour chaque instrument financier.

De plus, d'après la directive<sup>37</sup>, les banques ont le devoir de conserver un enregistrement des conversations téléphoniques et des communications électroniques liées à la prestation d'un service de conseil en investissement.

#### 4.4.7 Informations liées aux coûts du client

Durant mon stage à la BGL BNP Paribas, j'ai eu l'occasion d'implémenter ce volet de la directive. Cette partie est décrite dans le sixième point du quatrième chapitre, décrivant l'implémentation volet protection du client: information liées aux coûts du client.

## 4.5 Tableau récapitulatif des différences entre MiFID I et MiFID II

**Tableau 4.5.1:** Différences entre MiFID I et MiFID II

Thèmes visés	MiFID I	MiFID II
Instruments financiers	- Actions	- Actions (ETF, certificats, etc) - Dérivés - Revenu / rémunération fixe - Commodités et Droits d'émission (CO <sup>2</sup> ) - Dépôts structurés
infrastructure du marché	- Nouvelle plateforme de négociation (MTF)	- Nouveaux lieux de négociation (OTF) - Encadrement de la négociation OTC - Encadrement du trading algorithmique - Accès à la compensation - Marché de croissance des PME
Transparence	- Transparence pré et post-négociation	- Renforcement de la transparence pré et post-négociation - Reporting des transactions
Protection des	- Catégorisation des clients (contrepartie éligible, clients détail,	- Catégorisation des clients - Gouvernance des produits

<sup>37</sup> Directive 2014/65/UE du parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, art. 16 §7.

investisseurs	clients professionnels)	- Amélioration du système de l'évaluation de l'adéquation et du caractère approprié
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Profil investisseurs (questionnaire)</li> <li>- L'évaluation de l'adéquation et du caractère approprié (volet abordé mais pas approfondi)</li> <li>- Meilleure exécution (première version)</li> <li>- Compte rendus aux clients</li> <li>- Information liée aux coûts du client. (volet abordé mais pas approfondi)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ajout du volet conseil en investissement (nouvelle notion de conseil indépendant vs conseil non-indépendant)</li> <li>- Mise en place des rétrocessions et du régime d'interdictions</li> <li>- Ajout d'un nouveau concept, la gouvernance produit</li> <li>- Le concept de meilleure exécution est amélioré</li> <li>- Mise à disposition de l'information liée aux coûts du client (approfondissement)</li> <li>- Nouvelles exigences spécifiques sur l'enregistrement des conversations téléphoniques et des communications électroniques</li> </ul>

Pour faciliter la compréhension de la directive et de son évolution, le tableau 4.5.1 permet de résumer et de mettre en perspective les différentes améliorations apportées à MiFID. Notamment au niveau de l'éventail plus large d'instruments financiers concernés, de la modification plus importante de l'infrastructure du marché financier, le renforcement de la transparence et l'amélioration de la protection des clients.

#### 4.6 Implémentation du volet protection du client: information liées aux coûts du client

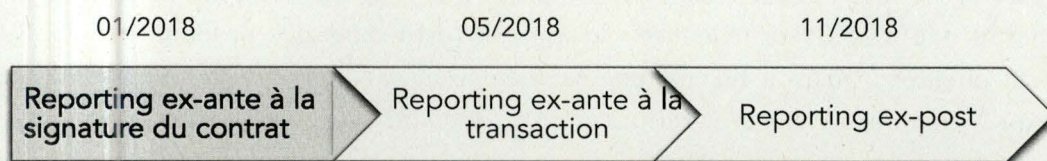
Le projet dans lequel j'effectuais mon stage s'occupe de la mise en application du volet « protection du client ». Chaque équipe s'occupe d'un des thèmes visés par la ce volet. Pour ma part, je travaillais en binôme sur le thème nommé dans le jargon bancaire «Cost & Charges». Il consiste à fournir le plus précisément possible, tous les coûts potentiels et futurs liés au potentiel investissement du client.

Comme exposé dans mon rapport de stage<sup>38</sup>, la régulation exige 3 types de reporting :

1. Un reporting à la signature de contrat du client sur ses coûts liés aux transactions futures avant même qu'il investisse, en se basant uniquement sur le montant hypothétique de son investissement. Ce reporting s'intitule « reporting ex-ante costs and charges at contract opening ». Au 3 janvier 2018, l'investisseur potentiel se verra recevoir ce reporting.

2. Un reporting à la transaction sur ses coûts de transaction réellement supportés. Ce reporting est donc plus précis car il estime les coûts qui ne figurent pas dans le reporting précédant. Ce reporting porte le nom de « reporting ax-ante costs and charges at transaction ». Il sera disponible durant le deuxième trimestre de l'année 2018. Ces deux reporting relèvent donc de simulations.

3. Un reporting ex-post relève tous les coûts réellement supportés durant l'année par l'investisseur, ce reporting se nomme « reporting ex-post ». Il ne doit donc pas être fourni pour le 3 janvier mais en fin d'année.



**Figure 4.6.1:** Ligne du temps de l'application des différents reporting

C'est sur le premier reporting que se concentre ma mission. L'objectif du reporting « à la signature de contrat » est de non pas montrer le pourcentage de coût appliqué comme dans une brochure tarifaire mais bien de montrer l'impact des coûts sur son investissement en pourcentage, en montant et de manière visuelle grâce à graphique dynamique. Il est donc nécessaire d'apporter des changements dans le système d'informations d'une banque, dans ce cas-ci dans le système d'informations de la BGL BNP Paribas.

Avant de commencer la mission d'implémentation dans le département IT en cellule « Projet », il est essentiel de s'informer sur la réglementation. La base de ce thème visé par la directive est les coûts. La première étape est donc de savoir lesquels sont concernés.

<sup>38</sup> Voir Annexe n°3

#### 4.6.1 Méthodologie des coûts

Le développement du « reporting ex-ante costs and charges at contract opening » n'est pas simple. A l'aide de mon binôme, nous avons imaginé une manière de simuler les coûts d'un investissement avant même que l'investissement ait lieu. Pour pouvoir simuler des coûts, il a fallu bien entendu d'une part les trouver et les comprendre et d'autre part les trier car tous les coûts de la banque ne doivent pas être repris dans le cadre de MiFID II. Il a fallu interpréter la réglementation pour pouvoir décider si, oui ou non, il faut intégrer tel ou tel coût. Bien entendu nous avons à notre disposition une juriste qui nous donnait un feedback régulier sur la bonne compréhension de la directive.

Les coûts concernés sont les coûts de service, les primes de performance, les rétrocessions perçus et redistribués<sup>39</sup> par la banque et les coûts de transaction.

Il faut savoir que BGL BNP propose plusieurs offres à ses clients et à différents coûts. Les clients sont segmentés par profil investisseur et par segment clientèle (cfr point 3.1.3) Le profil investisseur est un questionnaire que le client doit remplir pour que la banque ait une idée de sa tendance ou non à investir dans des produits risqués. Le segment clientèle, quant à lui, est une segmentation par actif que le client possède, selon qu'il en ait beaucoup il se retrouvera dans telle ou telle catégorie. C'est sur ces 3 catégories que les calculs de simulations se basent (Offre, profil investisseur et segment clientèle).

#### 4.6.2 L'outil de simulation

Une fois la liste des coûts de chaque business line établie pour le « reporting ex-ante à la signature du contrat », il a fallu trouver une manière de les simuler. J'ai donc réalisé un simulateur Excel<sup>40</sup>. Dans ce simulateur j'ai imaginé un moyen de remplir quelques cases et d'en tirer directement l'impact des coûts sur un investissement hypothétique d'un client en montant, en pourcentage et sous une forme plus visuelle grâce à un graphique dynamique.

Pour pouvoir sortir ces données, il faut choisir une offre que la banque propose, le profil investisseur, le segment clientèle, le montant apporté et le montant investi par le client. J'ai dû donc associer ces listes déroulantes à des tables pour pouvoir mener à

---

<sup>39</sup> Voir le régime d'application des rétrocessions au point 4.4.4 « Rétrocessions »

<sup>40</sup> Non disponible, certaines données sont confidentielles et donc ne peuvent sortir de la banque.

bien ma simulation. Pour chaque catégorie de coût j'ai dû soit faire une moyenne des tarifs appliqués par la banque soit trouver une méthodologie de calculs pour avoir une approximation des coûts.

Pour les coûts liés à la transaction, nous avons établi un portefeuille modèle. Ce portefeuille est divisé en 5 parties: obligations, produits structurés, actions, fonds et autres. Pour ces produits financiers, différents coûts sont appliqués. Par conséquent, nous avons construit des tables qui, pour chaque offre (segment clientèle et profil investisseur) nous proposent des répartitions différentes de ce portefeuille en fonction de ces critères. Grâce à ces répartitions nous sommes à même de savoir simuler les coûts liés à la transaction.

Une fois les coûts simulés en montant et en pourcentage, il était de notre devoir de créer un graphique qui illustrerait l'évolution du rendement en fonction des coûts et du marché. Le graphique est dynamique en fonction des différentes données qu'on remplit: l'offre, le segment, le profil, le montant apporté et le montant investi. L'axe des abscisses correspond à l'évolution du marché en %, par exemple si le marché évolue ou chute de 25%, nous pouvons constater un certain rendement net. L'axe des ordonnées représente l'évolution du portefeuille en %. Le graphique nous montre le rendement net, brut ainsi que le coût par rapport à l'investissement. Le rendement net correspond au brut auquel sont soustraits les coûts et le brut correspond au rendement sans tenir compte de l'impact des coûts.

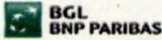
Cet outil de simulation a servi de modèle aux développeurs pour construire l'outil final qui sera utilisé par les gestionnaires devant leurs futurs clients.

#### *4.6.3 Maquette du reporting ex-ante*

Une fois les coûts et l'outil de simulation implémentée, il a fallu faire une maquette de la représentation de ce reporting. Cette maquette reprend donc les informations du client, un tableau chiffré sur l'impact des coûts sur le rendement au moment de l'investissement, un graphique montrant l'évolution du rendement en fonction des coûts et du marché et les disclaimers.

**SPECIMEN**

FR-BN-ALL-NL



La banque d'un monde qui change

# REPORTING EX ANTE COÛTS ET CHARGES

A la signature du contrat

Portefeuille mixte<sup>1</sup>

	%	€
Obligations	8%	4 000
Produits structurés	3%	1 500
Actions	37%	18 500
Fonds	40%	20 000
Autres	13%	6 500

TOTA:

Date :

Name First name: Nom prénom  
 Account: Compte du client  
 Package/Essentiel: Liste "POC"(1)  
 Profile: Liste de 4 profils (2)  
 Segment: Liste = Evaluation - Apport brut = (3)

Taux de change:  
 Date:

Nouveau montant cash: Donnée numérique à saisir  
 Nouveau montant investi: Donnée numérique à saisir

## I. Impact des coûts sur le portefeuille au moment de l'investissement

	Coûts appliqué	Coûts (montant)	Impact coûts	Base de calcul
Coûts de service <sup>2</sup>	1,00%	5500	1,00%	Voir point 3
Prime de performance <sup>4</sup>	0,00%	0	0,00%	Nouveau montant cash + investi
Rétrocessions <sup>3</sup> perçues par la banque	0,10%	50	0,01%	Nouveau montant investi
Rétrocessions redistribuées aux clients	-0,10%	-50	-0,01%	Nouveau montant investi
Coûts de transaction <sup>5</sup>	0,78%	390	0,07%	Nouveau montant investi
Devise de référence du portefeuille : €		5890	1,07%	

## II. Evolution du portefeuille en fonction des coûts et du marché (-25% à +25%)

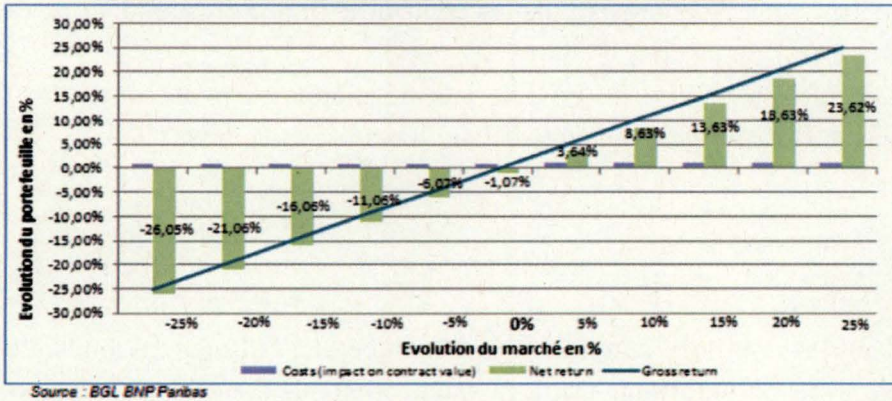


Figure 4.6.1: Illustration du reporting ex-ante signature du contrat. Source: BGL BNP

Les disclaimers sont très importants dans ce genre de document. Dans le cas de ce genre de reporting, tous les coûts sont des simulations basées sur des calculs eux même basés sur des hypothèses. Il est donc impératif d'expliquer aux clients que tous les frais qui apparaîtront sur leur reporting ne sont que hypothétiques en leurs expliquant la méthode de calcul utilisée, évitant ainsi toute poursuite en justice. La difficulté de cette tâche est de rester clair et compréhensible pour le client. Les calculs de simulation de chaque coûts sont assez exhaustifs et complexes, il faut faire attention à ne rien oublier tout en ne rentrant pas dans les détails.

Une fois les disclaimers rédigés, il faut vérifier avec le service « Compliance » si tout est conforme à leurs normes. En effet, ce service a pour but de protéger le client et donc de transmettre toutes informations de la banque aux clients de manière transparente.

De plus, le service juridique doit rajouter les disclaimers spécifiques à leur service. Lorsque la maquette est complète, le département Marketing se charge de la mise en forme finale sur base de la maquette fournie.

#### *4.6.4 La maquette de l'application utilisée par le gestionnaire*

Pour avoir un aperçu plus concret, j'ai dû créer une maquette de l'application que le gestionnaire aura devant lui lorsqu'il est en présence d'un potentiel investisseur. L'outil de simulation est identique mais, il est plus élaboré pour le gestionnaire. Dans cette partie-là, il a fallu décrire l'application en long et en large. Chaque option que je décide d'ajouter et chaque mécanisme qu'il y a derrière un « clique ». Par exemple, que se passe-t-il lorsque le gestionnaire appuie sur « Confirmer » ou « Soumettre », est-ce que le reporting est stocké en ligne? ect... La difficulté de cette tâche est de devoir décrire le cycle complet de l'application sans vraiment connaître les différentes possibilités, étant donné que je ne suis pas familiarisée avec le système d'informations de la BGL.

Une fois les différents volets de ma mission discutés, il faut l'implémentée. L'implémentation est mise en place grâce aux différents développeurs mis à notre disposition. A l'aide d'un document appelé «expression des besoins» (EDB), nous leur transmettons toutes nos demandes. Ce document rédigé avec mon binôme, explique tout le projet ; le concept en général, les différents coûts utilisés, les méthodes de calculs et le fonctionnement de l'application imaginés pour le gestionnaire. En résumé, toutes les informations nécessaires à la bonne compréhension et au bon développement du reporting ex-ante lors de la signature du contrat.

La phase de réalisation des développeurs peut prendre du temps. Cela dépend de ce que l'EDB demande d'implémenter. Bien entendu toutes les demandes sont réalisables mais leurs coûts différent de par leur temps de conception. Le coût de l'implémentation est calculé en jour homme. Par conséquent, certaines demandes sont réalisables mais prennent beaucoup de temps à être instaurer et donc coûte un certain nombre de jours homme au projet. Le projet se voit recevoir x jour homme pour la mise en application du projet invest. Le manager doit par conséquent attribuer à chaque volet du projet, le budget pour sa réalisation. Les employés doivent donc s'y fier. A certaines phase de l'implémentation, des contrainte budgétaires peuvent survenir, c'est au senior manager de les gérer et d'agir en conséquence.

La mise en œuvre d'un tel projet nécessite donc beaucoup de temps, d'argent et de personnes. Il est très intéressant de travailler dans ce type de projet car tous les départements de la banque nous sont connus en fin de mission. Cela permet d'avoir une bonne vue d'ensemble sur les différents métiers bancaire existants. De plus, cela nous permet d'avoir une certaine satisfaction personnelle de savoir la contribution apportée à un tel projet.

#### *4.6.5 La présentation finale présentée aux métiers*

Une présentation PowerPoint a bien sûr été nécessaire. Avant d'avancer trop loin dans nos développements, nous avons chaque semaine rencontré les différents métiers (WM, BDEL, CIB). Ils sont en contact direct avec le client par conséquent, ils savent mieux si ce qu'on leur propose est dans leur logique et celle du client. Une fois leurs avis pris en compte, nous pouvions améliorer l'EDB. Notre présentation PowerPoint avait pour but d'expliquer aux différentes personnes du projet, le concept et comment nous l'avions interprété. Malgré le fait que c'est une mesure européenne, la BGL BNP est la seule en Europe à avoir initié la réflexion de la mise en place de la directive liée aux coûts et charges. Nous ne pouvions donc pas demander une aide extérieure telle que BNP Paris ou BNP Genève. D'où une difficulté supplémentaire. Nous avançons sans savoir si notre vision de l'interprétation de la réglementation serait acceptée par les autres entités BNP. Nous devons donc présenter notre PowerPoint à Genève lors d'une conférence call. Ils ont adhéré à notre raisonnement sur les différentes méthodes de calcul et s'en inspire totalement. Contextuellement, c'est un peu comme faire un travail de groupe et être le premier à commencer. Les autres groupes viennent naturellement vers vous pour des conseils.

## 4.7 Impact potentiel de MiFID II

### *4.7.1 Migration*

En principe, la migration des différentes plateformes telles que les RM, MTF ou OTF associée à l'augmentation des exigences de transparence devrait augmenter la compétitivité et réduire les spreads. En d'autre mot, l'objectif de long terme est un marché transparent, standardisé, plus liquide avec de plus faible marge. Comme l'illustre bien le cas de MIFID I, la fragmentation de liquidité à travers de multiple places de négociation amène à de résultats mitigés. De plus, une plus grande

transparence peut dissuader certaines banques d'investissement à instaurer des prix fixe. Cela peut éloigner les liquidités du marché et les concentrer sur de plus petite plateforme n'avantageant pas les investisseurs. L'impact reste à être déterminé.

#### *4.7.2 Les coûts élevés*

Malgré l'objectif de réduction des coûts visés par MiFID II, la régulation peut mener à des coûts excessifs. Effectivement, les coûts d'investissement exigés pour satisfaire les exigences réglementaires ainsi que l'augmentation des exigences de liquidité et de fonds propres due à Bâle III et CRD IV alourdissent considérablement les coûts des entreprises n'ayant pas le capital nécessaire pour investir. Il se peut qu'une migration de marché se produise dans la direction d'une structure plus uniformisée accompagnée de produit liquide et plus simple à mettre sur le marché.

#### *4.7.3 Outsourcing*

La régulation peut aboutir à une modification dans le système financier vers des fournisseurs externes. La délocalisation sur de nouvelle place de négociation a pour conséquence l'échange de plus petite valeur mais dans une plus grande proportion améliorant la flexibilité des titres échangé sur les OTC. Beaucoup de gestionnaires d'actifs ainsi que d'autres intermédiaires, n'ayant pas les moyens d'investir dans les autres systèmes, peuvent se tourner vers les services externes.

#### *4.7.4 Système informatique*

L'application de MiFID II et de EMIR peut engendrer des microstructures sur lesquelles des ventes aux enchères seraient en concurrence avec les fixeurs de prix. Un nouveau système devra être mis en place pour répondre aux besoins du modèle de la vente aux enchères impactant les acheteurs et les vendeurs. Cependant, les premiers vendeurs à s'être délocalisés, bénéficient d'un avantage comparatif et augmentent donc leur part de marché.

#### *4.7.5 Trading*

MiFID II et la loi Dodd Frank, dans les années à venir, stimuleront des changements dans processus de négociation. Cela inclus de nombreuses plateformes de négociation avec un potentiel marché dirigé par les ordres et un marché dirigé par les prix. Environ 65% des titres échangés sont des actions. Dont 30% représente le trading à haute fréquence. De part l'introduction de « coupe-circuit », certains HFT sont découragés et amènent donc à une réduction de la quantité des actions. D'un autre

coté, est-ce que les OTF et MTF sont de bonne plateforme de négociation pour les HFT négociant d'autres actifs ? La quantité d'échange de ces autres produits pourrait accroître suite à un effet de substitution.

#### *4.7.6 Transaction reporting*

MiFID II implique de gros changement opérationnel tel que le système d'information des établissements financiers.

Ceux qui étaient auparavant dispensés d'un reporting font dorénavant face à un défi majeur pour satisfaire les exigences du reporting. Pour les autres entreprises, l'effort est malgré tout important suite à la complexité dû à l'augmentation du champ d'application des instruments financiers. La révision de la directive implique non seulement l'amélioration des infrastructures mais également la garantie de l'efficacité de leurs contrôles.

Le reporting de MiFID II et de EMIR doivent être uniformisé. Compte tenu de l'augmentation des exigences de reporting de plus en plus précises, beaucoup d'entreprises envisagent des solutions stratégiques dans le but d'améliorer leurs systèmes opérationnels. Les entreprises dont les investissements sont déjà réalisés dans l'amélioration de ceux-ci, sont dans une position enviable par les autres. Elles ont moins de modification à réaliser dans le futur et seront donc plus efficaces.

De plus, les opérateurs de marchés ainsi que les entreprises d'investissement négociant sur les marchés MTF ou OTF doivent publier leur données le plus proche du temps réel impliquant une nouvelle logistique.

Il existe donc beaucoup de conséquences probables, comme pour MiFID I, certaines ne seront pas du tout anticipées. La révision de la directive permettra de calculer les effets réels de celles-ci sur le marché si aucun phénomène exceptionnel ne vient les temporiser. Une chose est sûre, c'est que ce deuxième chapitre de la réglementation encadrera mieux les marchés d'instruments financiers.

# Conclusion

Les régulations ne sont donc pas présentes par hasard. En effet, elles sont le résultat d'une mondialisation accrue, d'une multiplication des instruments financiers et de crises économiques mondiales soulignant les différentes limites d'un système ou d'une directive. Les études faites sur l'impact réel de MIFID I restent mitigées. La concordance de la crise avec la mise en application de la directive fait intervenir beaucoup de facteurs influençables pouvant affaiblir le pouvoir explicatif d'un facteur allant même jusqu'à biaiser les résultats de l'étude.

L'implémentation d'une régulation a un coût financier importants et donc ne seraient jamais appliquée si ce n'était pas une obligation. Les coûts liés à la mise en pratique de MiFID II au sein de la BGL BNP Paribas ne peuvent malheureusement pas être fournis. Comme c'est le cas dans toutes les banques respectant leurs closes de confidentialité. Cependant, modifier totalement l'architecture bancaire et le système d'information d'une banque n'est pas sans conséquence. Certaines banques appliquent même des restrictions budgétaires pour éviter les surcoûts. Un tel programme d'implémentation est très couteux pour une banque.

De mon point de vue, l'instauration d'un tel projet doit par conséquent être soumis à un cadre de contrôle. Premièrement, le dispositif de changement bancaire doit être rentabilisé. En effet, Il peut survenir un sentiment d'injustice de la part des établissements financiers ayant dépensé leurs budgets dans l'instauration d'une régulation qui n'est même pas contrôlé. Deuxièmement, les entités bancaires doivent être inspectées et évaluées sur leurs implémentations pour éviter que des mauvais élèves s'en sorte alors qu'ils mettent en dangers le système bancaire de par leurs nonchalances. Malencontreusement, de part ma connaissance, ce genre d'établissement n'est pas encore prévue à ce jour.

Un autre point intéressant à soulever est l'utilité réelle de la mise en place d'une réglementation. Une première réponse positive peut être donnée. En effet, une régulation a pour objectif la meilleure exécution des interactions en atténuant le plus possible les effets indésirables tels que les abus de marché. Après la crise de 2007, beaucoup de dirigeants d'établissement financiers se sont fait remarquer de par leurs rôles joués dans le déclenchement de la crise et des avantages qu'ils en ont tirés. L'objectif d'une régulation est d'éviter ou de limiter au maximum ce genre de situation.

Une deuxième manière de voir les choses est possible. Une réponse négative peut donc être discutée. Comme expliqué dans le chapitre 3, les mesures appliqués ne sont pas sans conséquences. Certaines d'entre elle sont même néfastes au bon fonctionnement de l'économie. Les partisans du « laissez-faire » diront que cela empêche les interactions de s'effectuer de la manière la plus fluide et efficaces possibles. De plus, ce genre de pratique porte atteinte à la liberté de l'individu étant sans cesse soumis à des règles qui le frustre dans ses actions.

La discussion peut être infinie. Il faudrait disposer d'informations plus poussées pour trancher le débat. Néanmoins, une régulation peut être comparé à un antibiotique, résolvant certaines complications tout en provoquant des effets secondaires. Certains sont pour, d'autres sont contre, seule une connaissance empirique plus approfondie pourra mieux nous éclairer sur les effets bénéfiques et néfastes d'une régulation permettant de mieux nous positionner face à ce débat.

# Bibliographie

Artus, P., Betbèze, J. P., De Boissieu, C., & Capelle-Blancard, G. (2010). "*De la crise des subprimes à la crise mondiale*".

Artus, P., France. Conseil d'analyse économique, Betbèze, J. P., & de Boissieu, C. (2008). "*La crise des subprimes*". la Documentation française.

EY (2015). "*Global Regulatory Reform The world of financial instruments is more complex, Capital markets reform: MiFID II.*"

AIGRAIN J, (2013). "*Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque*". Revue de la stabilité financière N° 17.

Autorité des marchés financiers (2014). "MIF II Les principales évolutions réglementaires".

Backer, L. C. (2008). "*Monitor and manage: MiFID and power in the regulation of EU financial markets*".

Banque Nationale de Belgique. La supervision financière [en ligne]. Disponible sur: <https://www.nbb.be/fr/la-banque-nationale/missions-et-activites/la-supervision-financiere> (consulté le 29/07/17).

Battalio, R., Greene, J., & Jennings, R. (1997). "Do competing specialists and preferencing dealers affect market quality?". *The Review of Financial Studies*, 10(4), 969-993.

Bloomberg. MiFID II Regulation [en ligne]. Disponible sur: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/regulation/mifid-ii/> (consulté le 20/07/17).

BNP Paribas (2014). "*LA DIRECTIVE EUROPÉENNE SUR LES MARCHÉS D'INSTRUMENTS FINANCIERS (MIFID)*".

Brogaard, J. (2010). « High frequency trading and its impact on market quality ». Northwestern University Kellogg School of Management Working Paper, 66.

Casey, J. P., & Lannoo, K. (2006). "*The MiFID Revolution*". *ECMI Policy Brief*, 3.

Choulet, C. (2011). "*Le Dodd Frank Act: une vision américaine de la régulation*". *Conjoncture, Études Économiques BNP-Paribas*, mai, juin.

Chowdhry, B., & Nanda, V. (1991). "Multimarket trading and market

liquidity". *The Review of Financial Studies*, 4(3), 483-511.

Conseil de l'Union européenne. L'union bancaire [en ligne]. Disponible sur: <http://www.consilium.europa.eu/fr/policies/banking-union/> (consulté le 05/07/17).

Davies, R. J. (2008). "MiFID and a changing competitive landscape".

Directive 2014/65/UE du parlement Européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

Ducuroir F, 2015, *Management of Banks and Financial Institutions*, UCL.

European Commission. Investment services and regulated markets - Markets in financial instruments directive (MiFID) [en ligne]. Disponible sur: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_en) (consulté le 10/07/17).

European Securities and Markets Authority (2015). "Consultation Paper Guidelines on transaction reporting, reference data, order record keeping & clock synchronisation".

Ferrarini, G., & Moloney, N. (2012). "Reshaping order execution in the EU and the role of interest groups: from MiFID I to MiFID II". *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 13(4), 557-597.

Gentile, M., & Fioravanti, S. F. (2011). « The impact of market fragmentation on European stock exchanges».

Gresse, C. (2011). Effects of the competition between multiple trading platforms on market liquidity: evidence from the MiFID experience. *SSRN eLibrary*.

Hadfield W (2017). "How Europe's MiFID II Lets Dark Trading Stay Dark" [en ligne]. Disponible sur: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-08-02/how-europe-s-mifid-ii-lets-dark-trading-stay-dark-quicktake-q-a> (consulté le 28/07/17).

Harmon R. et Wenzel F (2017). "MiFID II and Best Execution: The Challenges Ahead".

Hennani, R. (2015). De Bâle I à Bâle III: les principales avancées des accords prudentiels pour un système financier plus résilient. *Université de Montpellier*.  
Iffland J. et Ben Hattar A. (2016). "Les systèmes organisés de négociation".

ING Belgique (2014). "MiFID en pratique, qu'est ce qui va changer?"

Lenglet, M., & Riva, A. (2013). "Les conséquences inattendues de la régulation financière: pourquoi les algorithmes génèrent-ils de nouveaux risques sur les marchés financiers?". *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (14).

Linton, O., O'Hara, M., & Zigrand, J. P. (2012). "Economic impact assessments on MiFID II policy measures related to computer trading in financial markets".

Madhavan, A. (1995). "Consolidation, fragmentation, and the disclosure of trading information". *The Review of Financial Studies*, 8(3), 579-603.

Nasdaq. MIFID II TRANSACTION REPORTING - ARM [en ligne]. Disponible sur <http://business.nasdaq.com/trade/rules-and-regulations/mifid-II/regulatory-reporting/ARM/index.html> (consulté le 15/07/17).

O'Hara, M., & Ye, M. (2011). "Is market fragmentation harming market quality?". *Journal of Financial Economics*, 100(3), 459-474.

Oriol, N. (2011). "Investissement institutionnel et révision de la directive MIF". *Revue d'économie financière*, (4), 217-236.

Oseredczuck, A. (2011). "Le trading haute fréquence vu de l'AMF". *intervention lors de la*, 11.

Parlement européen. Fiches techniques sur l'Union européenne [en ligne]. Disponible sur: [http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fr/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_3.2.5.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fr/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html) (consulté le 16/07/17)

Perrut, D. (2012). "L'Union bancaire dans la feuille de route pour l'euro: bilan d'étape à la veille du Conseil européen". *Fondation Robert Schuman/Question d'Europe*, (261).

Preece, R. (2011). "The Structure, Regulation, and Transparency of European Equity Markets under MiFID". *CFA Centre publications*, 2011(3), 1-42.

Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [EMIR sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux], Généralités – Conditions de concurrence équitables.

Puilaetco Dewaay Private bankers (2016). "La protection des investisseurs".

Reding P, 2014, *Monnaie et Finance*, Université de Namur.

Règlement (UE) N°600/2014 du Parlement européen et du conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

Riordan, R., Storkenmaier, A., & Wagener, M. (2010). "Fragmentation, competition and market quality: A post-mifid analysis".

Wachalowicz-Garcia, B. (2012). "L'évolution de la réglementation financière européenne suite à la crise 2007-2010" (Doctoral dissertation, University of Geneva).