

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

MIF : coûts de mise en œuvre, était-ce nécessaire ?



Hubert de Vauplane

**BNP Paribas
Université
Paris II -
Panthéon-Assas**

La directive MIF est le nouveau chantier majeur de l'industrie financière. Mais rares sont les intermédiaires français qui ont pris la mesure des enjeux et mis en place les moyens nécessaires. À ce retard s'ajoute une question aujourd'hui sans réponse : les résultats escomptés de cette directive justifiaient-ils les investissements lourds à engager ?

Après le passage à l'an 2000, puis celui à l'euro, et dernièrement la mise en œuvre des dispositions liées à Bâle II, la directive MIF constitue le nouveau chantier majeur de l'industrie financière, et l'Eldorado des consultants en tout genre. On constate un écart important dans le degré de préparation des établissements français par rapport à leurs homologues basés à Londres sur ce sujet. Rares sont les intermédiaires français qui ont pris la mesure des enjeux et mis en place les moyens nécessaires en interne pour se conformer à ce texte. Certains n'y voient qu'un changement de normes réglementaires et résolvent le problème en confiant la maîtrise de ce chantier à leur département Conformité. D'autres, plus rares, y voient un véritable enjeu business en termes d'opportunités. Mais tous, ou presque, souffrent d'un manque de préparation par rapport aux échéances. Les chantiers sont nombreux. Qu'il s'agisse de déterminer les politiques de meilleure exécution, la classification de la clientèle, les règles de conflits d'intérêts, la revue de l'ensemble de la documentation juridique, le problème de l'internali-

sation des ordres clients, etc. C'est l'ensemble de la directive et de ses textes d'application qu'il faut passer au peigne fin pour déterminer en quoi ce texte va modifier l'organisation dans chaque établissement. Mais le problème est ailleurs.

Étudier le couple COÛTS/AVANTAGES

La véritable question porte sur le couple coûts/avantages de ce texte. Si les bénéfices de la mise en œuvre de la MIF ne font guère de doute pour tout un ensemble de consultants, on est aujourd'hui surpris par l'ampleur des coûts associés à cette directive pour les intervenants. Au regard des sommes astronomiques mises en avant par certains établissements financiers pour procéder aux modifications permettant de se conformer à ce texte (certains parlent de plusieurs millions d'euros par établissement, voire même dizaines de millions d'euros [1] et de plus de 1 milliard d'euros pour l'ensemble des acteurs [2]), l'on est en droit de se demander si les résultats escomptés par cette directive justifiaient de telles dépenses. La critique a déjà été formulée il y a

plusieurs mois par le régulateur britannique [3]. Elle fut largement ignorée. Mais elle revient avec plus de force aujourd'hui à l'heure où tout à chacun se réveille et prend conscience du problème. Il s'agit là, au niveau européen, du même débat qu'ont connu les États-Unis avec la loi Sarbanes-Oxley. À la différence que cette loi vise à remédier aux déficiences de la régulation, alors que la MIF vise à accroître la concurrence entre intervenants. Nul ne contestera l'investissement nécessaire pour pallier des déficiences passées. Mais tel n'était pas le cas en Europe. Quelles que soient les avancées réglementaires de tel ou tel texte (et il est toujours possible d'améliorer la transparence de l'information, la protection du client...), toute norme nouvelle doit répondre à une question simple : le texte nouveau apporte-t-il un bénéfice au couple coûts/avantages par rapport au droit existant ? Seule une réponse positive justifie de se lancer dans une réforme [4]. Tel devrait être l'objet des études d'impact préparées par la Commission lors d'un nouveau texte. On sait que la réponse à cette question est restée silencieuse.

CONCURRENCE BÉNÉFIQUE

Or, l'objectif final escompté avec la MIF est la baisse des coûts d'intermédiation pour les utilisateurs. L'ordre de Bourse, ou plus exactement les modalités d'exécution d'un ordre d'achat ou de vente d'instruments financiers, doit bénéficier de la concu-

[1] Cf. Financial Times, 17 octobre 2006.

[2] Cf. analyse de Towergroup de juillet 2005 qui parlait même de 10 milliards d'euros auparavant !

[3] Cf. Sir Callum McCarthy lors de la réunion annuelle du FSA le 21 juillet 2005 : "It is already clear that the MiFID changes will impose significant costs on the UK market".

[4] Où l'on peut se demander si l'obligation de centralisation des ordres sur un marché réglementé ne permettrait pas une protection absolue de l'investisseur au moindre coût.

ACTUALITÉ EN BREF

OPA

Règlement général AMF

● L'arrêté du 18 septembre 2006 portant homologation de modifications du règlement général de l'AMF a été publié au Journal Officiel du 28 septembre. Ces modifications sont issues de la loi du 21 mars 2005 sur les offres publiques qui transpose la directive OPA.

Les principales modifications apportées au régime des offres publiques sont les suivantes.

– **La décision de recevabilité de l'AMF** est remplacée par une déclaration de conformité du projet d'offre qui emporte visa de la note. La note d'information de l'initiateur est publiée dès son dépôt à l'AMF et non plus après l'obtention du visa.

– **Le prix proposé dans les offres obligatoires** doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours des douze derniers mois sous réserve de la possibilité pour l'AMF de demander ou d'autoriser une modification du prix en cas de changement manifeste.

– **Information sur les restrictions à l'exercice des droits de vote** : il est désormais exigé de l'émetteur qu'il transmette à l'AMF l'ensemble des modifications apportées à ses statuts et non plus un simple extrait (Article 222-21 RG AMF).

– **Rumeurs** : Le règlement précise les modalités d'application du nouveau dispositif sur les rumeurs d'offres.

– **Offre obligatoire sur les filiales** constituant un actif essentiel et détenues à plus de 33 % par la société cible (article 231-13) : le règlement général demande la production d'un document "portant engagement contraignant prouvant qu'un projet d'offre publique irrévocable et loyale est ou sera déposé".

– **Contestation de l'équivalence des mesures défensives** : le texte ouvre la procédure de contestation à "toute personne", sans plus de précisions. En ce qui concerne la procédure, il est prévu une obligation de communiquer les moyens sur lesquels est fondée la contestation à la société visée et à l'AMF. La société visée dispose d'un délai de 10 jours à compter de la réception de ces documents pour faire part de ses observations à l'AMF qui dispose alors d'un délai de 5 jours pour rendre sa décision.

– **Retrait obligatoire** : le texte adopte deux procédures distinctes faisant chacune l'objet d'une section du chapitre VII. L'AMF se prononce sur la conformité du projet de retrait obligatoire sauf dans deux cas : le retrait obligatoire fait suite à une procédure normale d'offre publique (par opposition à la procédure simplifiée) à l'issue de laquelle l'initiateur a récolté plus de 95 % des titres faisant l'objet de l'offre ou il fait suite à une offre pour laquelle un rapport d'expertise indépendante a été produit conformément à l'article 261-1 du règlement général et à la suite de laquelle l'initiateur a récolté plus de 95 % des titres faisant l'objet de l'offre. Lorsque l'AMF ne se prononce pas sur la conformité, l'initiateur informe l'AMF de son intention de mettre en œuvre le retrait obligatoire. Lorsque l'AMF se prononce sur la conformité du projet de retrait obligatoire, l'initiateur fournit une évaluation des titres de la société visée et établit une note d'information.

– **Expertise indépendante** : Le Règlement général tient compte des propositions du rapport Naulot sur l'expertise indépendante en rendant obligatoire la nomination d'un expert indépendant en cas de conflits d'intérêts.

Code AFEI/FBF

Les diligences à opérer par les PSI participant à une opération financière

● Code FBF/AFEI sur les diligences à opérer par les prestataires de services d'investissement (PSI) participant à une opération financière vient d'être actualisé. Les modifications apportées à cette nouvelle version d'octobre 2006 par rapport à la précédente version de juillet 2002 sont principalement les suivantes : présentation du nouveau régime Prospectus (preamble), caractère raisonnable du délai de transmission des informations (paragraphe 8), référence au règlement européen quant à la notion de "prévision" (paragraphe 9), précisions quant à l'articulation entre les diligences des commissaires aux comptes et celles du prestataire (paragraphe 10). L'annexe 1 pour sa part ("Diligences relatives à la documentation remise par la société", p. 6), ajoute des points comme les documents relatifs à la vie de la société, ou le rapport émis par la société conformément à la législation (rapport du président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance sur le contrôle interne et l'organisation des travaux du conseil, rapport du conseil sur les rémunérations des mandataires sociaux, etc.). Des précisions ont été apportées quant aux accords importants, tels que les arrangements ou accords conclus avec les principaux actionnaires, des clients, des fournisseurs ou autres, en vertu duquel l'une quelconque des personnes visées au point 14.1 du Règlement européen a été sélectionnée en tant que membre d'un organe d'administration, de direction ou de surveillance ou en tant que membre de la direction générale.

S'agissant de l'annexe 2 ("Diligences relatives aux entretiens avec la direction de la société"), ajout des points relatifs au gouvernement d'entreprise, conflits d'intérêts et déontologie, mais aussi quant au marché, tendances, activité et stratégie du groupe (Indiquer les principales tendances ayant affecté la production, les ventes et les stocks, les coûts et les prix de vente depuis la fin du dernier exercice jusqu'à la date du document d'enregistrement et enfin quant à la production/approvisionnement, la société est-elle bien propriétaire de tous les actifs corporels nécessaires à la poursuite de l'exploitation?).

rence que vont se livrer les intermédiaires financiers entre eux, tout comme les Bourses, plateformes électroniques et autres modalités d'exécution. L'idée, ici comme ailleurs pour tous les textes de la DG XV de la Commission européenne, est de considérer que la concurrence est bénéfique pour l'utilisateur final. On ne peut, a priori, que souscrire à ce postulat. Pour autant que les coûts liés au respect d'un jeu à armes égales entre intervenants ne viennent pas alourdir in fine la note pour l'investisseur final. Il est bien sûr trop tôt pour répondre à cette question. Mais l'on peut avancer quelques doutes sur le résultat.

Mais le pire est encore à venir. Outre qu'il n'est pas prouvé que cette directive conduit à une baisse des coûts de transaction pour l'investisseur, il est certain que ce texte ne fera que com-

plexifier une matière qui l'est déjà naturellement. Pour celui qui a lu l'intégralité des textes relatifs à la MIF – à savoir la directive proprement dite, plus sa directive d'application et son règlement d'application –, il est probable qu'il ressorte de cette lecture en se demandant : "mais comment tout cela fonctionne-t-il?". Là encore, l'investisseur va-t-il s'y retrouver? L'on nous permettra d'en douter.

COMMENT VONT FAIRE LES ÉTABLISSEMENTS DE TAILLE MOYENNE

Par contre, si l'on avait voulu accélérer la consolidation des acteurs européens de l'industrie financière, l'on ne s'y serait pas pris autrement : comment des établissements financiers de taille petite ou moyenne vont-ils pouvoir assurer le respect de l'ensemble de ces prescriptions?

Le seul moyen d'y parvenir, est de disposer d'armées de déontologues et juristes, sans parler des inspecteurs en charge du contrôle périodique. Les grands acteurs de l'industrie peuvent se le permettre. Ils n'ont d'ailleurs pas le choix. Les autres, c'est une autre histoire. Mais le risque est le même pour tous : le non-respect de ces dispositions réglementaires se traduira par de (sévères) sanctions disciplinaires. Trop de réglementation tue la concurrence. Il est curieux que cet aphorisme ait été oublié par le régulateur européen. Or, le manque de concurrence se traduit in fine par une hausse des coûts d'intermédiation. Le diktat de la concurrence peut se retourner contre le client. Certes, nous n'en sommes pas là, loin s'en faut, mais prenons date pour les cinq prochaines années. ■

[conseil en organisation] [conduite de projet] [assistance à maîtrise d'ouvrage]



LGB FINANCE DEVIENT...

✓BF CONSULTING
vivo BANKING & FINANCE

contact@vbf-consulting.com • www.vbf-consulting.com
21, rue de la Paix – 75002 PARIS – France • Tél. +33 (0)1 43 12 90 00