

# Stratégie de best execution

## Faut-il revoir ses choix ?

À l'entrée en vigueur de la directive MIF en novembre 2007, une large part des établissements bancaires avait fait le choix d'une politique d'exécution relativement simple, se limitant aux marchés réglementés ou laissant seul le broker décider du lieu d'exécution. Or, depuis un an, le paysage des marchés financiers a évolué. Les choix effectués à l'époque sont-ils encore adaptés ? Quelles pistes d'évolution peut-on entrevoir ?

Par Jérôme Martinon,  
manager, pôle services financiers, Solving France

Commençons par un retour sur les fondements de la best execution. Il y a un peu plus d'un an, la directive MIF posait un cadre harmonisé au niveau européen pour l'exécution des ordres, en distinguant trois familles majeures de lieux d'exécution. Aux côtés des marchés réglementés historiques, la directive autorisait l'émergence de plates-formes multilatérales de négociation (ou MTF, pour Multilateral Trading Facility), de même qu'elle ouvrait la voie à l'internalisation systématique, c'est-à-dire la possibilité pour un établissement financier d'exécuter les ordres de ses clients face à son compte propre, pour des prix et quantités préalablement affichés.

À travers la mise en concurrence des lieux d'exécution, le législateur entendait multiplier les opportunités dans l'intérêt des investisseurs finaux. Afin que le modèle produise les effets escomptés, il introduisait un ensemble de contreparties à cette libéralisation, au premier rang desquelles l'obligation de best execution pour les prestataires de services d'investissement.

La recherche du meilleur résultat possible pour le client lors de l'exécution d'un ordre faisait ainsi son apparition, comme une condition indispensable censée assurer l'efficacité du processus de formation des prix, dans un contexte de fragmentation de la liquidité.



Jérôme Martinon (Solving France)

## Bienfaits et aléas de la concurrence

En ce début d'année 2009, l'instauration d'une situation de concurrence entre lieux d'exécution semble en voie de concrétisation. Premier MTF en activité, depuis mars 2007, Chi-X parvient à capter régulièrement près de 20 % des volumes échangés quotidiennement sur les valeurs de l'indice FTSE 100, 15 % sur celles du CAC 40. Lancé en septembre 2008, Turquoise réalise une percée rapide, avec près de 8 % des montants échangés sur les valeurs du CAC 40 en janvier 2009, en avance sur son objectif initial de 5 % à cette échéance !

En outre, cette situation a créé une pression à la baisse sur la tarification des bourses traditionnelles, conformément aux finalités poursuivies. La grille tarifaire dévoilée par NYSE Euronext mi-2008 prévoit ainsi jusqu'à 30 % de réduction pour ses clients les plus actifs. Toutefois, deux réserves s'imposent. Car le développement de ces offres

alternatives demeure très progressif et non exempt d'aléas. Sur le dernier trimestre 2008, Chi-X enregistre un tassement de sa part de marché de 7 % en volume et de 17 % en montants. En outre, la crise financière a retardé l'émergence de nouvelles offres comme Equiduct ou Smart Pool, dont le lancement était initialement prévu pour mi-2008 et qui devraient voir le jour courant 2009. Pour ces acteurs, l'un des enjeux de l'année 2009 sera la pérennisation des acquis.

Surtout, il convient de souligner que la nouvelle situation de concurrence ne vaut aujourd'hui que pour les marchés actions, et seulement pour les grandes capitalisations les plus liquides. Ainsi, Turquoise ne propose à la négociation que 42 des valeurs cotées sur Euronext Paris, Chi-X 62 et Tradegate 77.

## Marchés actions, deux champs de réflexion

Pour s'en tenir au cas des actions, il semble bien qu'il faille distinguer deux champs de réflexion, selon l'environnement de marché : les blue chips, pour lesquels se dessine une situation de fragmentation de la liquidité, donnant tout son sens au concept de best execution au sens de la MIF, et les small & mid caps, moins concernées par l'émergence de nouveaux lieux d'exécution. Pour autant, est-il possible sur ce segment de faire l'économie d'une réflexion sur les critères de meilleure exécution ?

Sur le segment des grandes capitalisations actions (blue chips), le prix et la rapidité constituent les facteurs déterminants de meilleure exécution. Dans un contexte de liquidité fragmentée, l'obtention du résultat optimal passe par la capacité à comparer en temps réel les différents lieux de cotation pour accéder aux plus avantageux. Elle suppose des investissements technologiques conséquents et fait la part belle au « routage intelligent » et au trading algorithmique. Notons que cette course à la technologie a déjà entraîné une évolution du métier d'« executing broker », désormais assimilable à de

la prestation de services informatiques à forte valeur ajoutée, et dont la fourniture est de plus en plus dissociée des services de recherche.

Dans ce contexte, il va sans doute devenir de plus en plus difficile pour nombre de sociétés de gestion entrepreneuriales ou d'établissements bancaires aux volumes d'ordres relativement modestes de justifier sur ce segment particulier le recours exclusif à un broker – maison ou externe – qui n'aurait pas consenti les investissements requis. Sauf à accepter de se priver d'un levier de performance supplémentaire sur les fonds et portefeuilles gérés, au détriment du client.

Sur le segment des small et mid caps, la donne est toute autre, en particulier sur les moins liquides. Aux côtés du prix, le facteur primordial devient dans certains cas la probabilité d'exécution. Ce qui va distinguer la performance d'un broker, au-delà de sa technologie, c'est alors sa connaissance des acheteurs et vendeurs, sa capacité à accéder facilement au stock de titres.

## Prise en compte des attentes de l'investisseur

Construire une politique d'exécution efficace revient dans ce cas à sélectionner les brokers en fonction de leur spécialité et de leur savoir-faire particulier. Si la MIF n'a pas introduit de bouleversement sur ce segment, elle a du moins le mérite d'inciter les établissements à s'interroger sur les fondements de la qualité d'exécution, d'explicitier et de justifier leurs choix sur des critères objectifs, adaptés aux conditions de négociation de l'instrument financier.

Une politique d'exécution construite uniquement sur une typologie d'instruments financiers reviendrait à oublier qu'il peut exister également des attentes bien distinctes selon l'acteur à l'origine de l'ordre. Par exemple, un client particulier passant un petit ordre cherchera généralement le meilleur prix. Tandis qu'un gérant en charge d'un large portefeuille se souciera également d'accéder à la liqui-

dité, tout en limitant l'impact de son ordre sur le marché. Des règles peuvent ainsi être définies pour équilibrer rapidité d'exécution et impact prix. À chaque établissement de s'interroger sur les objectifs de sa clientèle ou de sa gestion, afin d'établir le cahier des charges approprié à destination de ses brokers.

Ainsi, le seul investissement incontournable concerne la réalisation de ce cahier des charges. Sa mise en œuvre au quotidien peut en effet être soustraite : c'est ainsi que plusieurs sociétés de gestion et banques privées s'appuient sur les infrastructures et les équipes de « tables de négociation » externes, qui assurent la transmission des ordres au broker le plus à même de les exécuter correctement, parmi ceux préalablement référencés.

Ce type de solution, proposé aussi bien par des filiales de grands groupes (FIN'AMS pour BNP Paribas ; Segespar pour le Crédit Agricole) que par des structures indépendantes comme Exoé, séduit un nombre croissant d'acteurs.

Parmi les principales retombées constatées par les intéressés, on peut noter une baisse très nette des frais de négociation, l'automatisation des échanges avec les brokers pour une renégociation des tarifs de courtage, qui compense en grande partie – voire totalement chez certains – le coût du service « table de négociation ». Autre aspect, on dispose de moyens d'analyse à la fois sur les flux d'ordres passés et sur la qualité d'exécution des brokers. Enfin, la gestion peut se recentrer sur son cœur de métier.

Même si la perspective de fragmentation de la liquidité à l'origine du concept de best execution demeure l'apanage des blue chips, restreindre sa déclinaison à ce seul périmètre reviendrait à faire l'impasse sur des gisements de performance additionnelle. Des solutions sont désormais disponibles, qui permettent à des établissements aux volumes d'ordres mesurés d'envisager une politique aux paramètres plus sophistiqués, sans avoir à supporter le poids de sa mise en œuvre. Ne reste plus à chacun qu'à définir ses critères d'excellence, suivant les spécificités de son activité. ■