

RISK MANAGEMENT

Comment mettre en œuvre la best execution ?



Patrice Muller

Partner
VBF consulting

La consultation du CESR sur la MiFID s'est achevée le 16 mars dernier ; ses résultats devraient être prochainement publiés. L'obligation de *best execution* fait partie des dispositions phares de la MiFID. Bien que son périmètre exact reste encore à préciser, il est temps de lancer le chantier.

Le CESR (Committee of European Securities Regulators) a lancé le 2 février dernier une consultation sur le sujet de la *best execution* qui s'est achevée le 16 mars dernier. Du fait de la complexité du périmètre impacté, la mise en place de cette nouvelle directive, même si les textes ne sont pas définitivement établis, nécessite d'être largement anticipée.

DES COLLECTEURS D'ORDRES AUX BROKERS

L'approche de la *best execution* ne peut pas être traitée en silo. Elle nécessite une collaboration de l'ensemble des acteurs qui contribuent au traitement d'un ordre. À ce titre, seront en particulier impliqués dans la définition puis la réalisation de la *best execution* :

- **les collecteurs d'ordres**, souvent en contact direct avec leurs clients et chargés, de fait, de leur proposer une politique de *best execution* et d'en justifier l'application ;
- **l'ensemble des acteurs spécialisés intervenant tout au long de la chaîne de traitement de cet ordre**, pour en préparer son exécution puis traiter son dénouement et préparer les éléments de *reporting* associés. L'ensemble des prestataires de la chaîne titre seront concernés (*middle*

et *back-office*, dépositaires, conservateurs...);

- **les brokers/négociateurs, au cœur du dispositif**, souvent en charge du routage effectif des ordres et du choix des lieux d'exécution. En fonction des organisations retenues, le broker sera a minima chargé de l'application de la politique d'exécution définie.

Par ailleurs, la construction de la *best execution* doit être intégrée de façon cohérente avec d'autres dispositions de la directive, telle que la classification des clients, le respect des règles de transparence *pre- et post-trade* pour les instruments qui y sont soumis, par exemple.

“La *total cost research* permet, sur la base d'une analyse statistique des coûts passés, de déterminer avant exécution de l'ordre le meilleur coût probable entre les différents lieux d'exécution autorisés.”

ÉVALUER LE PÉRIMÈTRE DE LA MISE EN PLACE DE LA BEST EXECUTION

Mettre en place la *best execution* nécessite de traiter plusieurs sujets : en premier lieu, la politique de *best execution* doit être formalisée et communiquée au client pour approbation avant de pouvoir traiter ses ordres. Ce document devra être assez précis pour intégrer les principes qui régiront le traitement des ordres des clients en décrivant, par exemple, les lieux d'exécutions retenus et les critères qui seront utilisés pour décider en fonction de chaque ordre des modalités concrètes d'exécution ; il devra aussi être suffisamment clair pour être facilement appréhendé par les clients et éviter toute fausse interprétation.

En second lieu, conformément à ce qui est présenté dans la politique d'exécution, le *modelling process* devra décrire de façon détaillée les algorithmes utilisés pour traiter les ordres. Ces algorithmes prendront en compte les différents paramètres exposés dans les textes, tels que le coût total d'exécution de l'ordre (intégrant les coûts de règlement livraison), la probabilité d'exécution ou encore le délai d'exécution. Si, dans une logique simple de deux

Dans les salles de marchés buy-side/sell-side



Jean-Pierre Pinatton

Président du conseil de surveillance
Oddo et Cie

lieux d'exécution, la définition de ces algorithmes paraît aisée, l'exemple nord-américain a démontré que dans un environnement plus complexe, impliquant de nombreux lieux d'exécution, connectés le cas échéant à des circuits de compensation différents, la définition de ces algorithmes devenait rapidement complexe. La TCR (*total cost research*) a été développée pour permettre, sur la base d'une analyse statistique pointue des coûts passés, de déterminer avant exécution de l'ordre le meilleur coût probable entre les différents lieux d'exécution autorisés.

ADAPTATION ET RENFORCEMENT DE CERTAINES PROCÉDURES DE CONTRÔLE INTERNE

Enfin, le caractère formel de la *best execution* et les impératifs d'auditabilité et de traçabilité qui s'y rattachent nécessitent l'adaptation et le renforcement de certaines procédures de contrôle interne pour assurer le suivi et le contrôle de la chaîne, au sein des établissements comme chez leurs prestataires éventuels. En complément de la vérification de la bonne application de la politique de *best execution* publiée, il sera également nécessaire de valider au moins une fois par an si elle permet effectivement la meilleure exécution pour les clients, ou si des évolutions sont nécessaires. Ces évolutions auront alors elles-mêmes des répercussions sur l'ensemble des éléments décrits précédemment.

■ Du point de vue des salles de marché *sell-side*, la mise en place de la *best execution* soulève trois questions essentielles.

La première consiste dans l'évaluation des impacts liés au choix des plateformes et systèmes de négociation pour effectuer le passage d'ordre. Les MTF (*multilatéral trade facilities*), à travers l'expérience américaine, nous ont démontré qu'ils pouvaient modifier considérablement la donne quant à la répartition de la liquidité entre les places de négociation.

La seconde réside dans la quantification et la qualification des flux d'informations relatifs à la diffusion de l'information elle-même, à la négociation des titres et au *reporting* vers les autorités de tutelle et le public. La troisième pose le problème de l'évolution

des carnets d'ordre et de l'OMS (*Order Management System*), nécessaire si l'on souhaite appliquer la politique de la *best execution* dans des conditions optimales.

■ Du point de vue des salles de marché *buy-side*, le principal axe de préoccupation consiste dans la définition du positionnement de la salle de marché en elle-même. Sera-t-elle un simple RTO (réception transmission d'ordres) qui choisira ses brokers d'exécution sur une base multicritère ? Sera-t-elle directement le pilote de l'exécution ? Ou bien exécutera-t-elle les ordres face à des contrepartistes ? L'autre sujet de réflexion réside dans la mise en place de la *best execution* et son optimisation en fonction de la cible client : les OPCVM ou la gestion collective. Tout comme pour les

salles de marché *sell-side*, se pose le problème du *reporting* relatant l'application de cette politique de *best execution*. Par ailleurs, en France comme en Grande-Bretagne, à l'application de la *best execution* s'ajoute le traitement des commissions partagées (*unbundling*).

■ Dans ce désordre ordonné, l'essentiel est la pérennité de la relation avec le client qui résidera dans la cohérence entre la politique d'exécution annoncée et son application. La *best execution* est la conséquence d'une volonté des autorités d'assurer la transparence dans les échanges entre salles de marchés et prescripteurs. Elle reste la base de la confiance entre le prestataire de service d'investissement et son client.

UNE MISE EN ŒUVRE NÉCESSAIREMENT ITÉRATIVE

L'offre exacte en matière de lieux d'exécution (MTF, internalisateurs ou marchés réglementés) telle qu'elle sera disponible au 1^{er} novembre 2007, n'est pas encore connue. L'ampleur et la rapidité des éventuels déplacements de liquidité entre ces différents lieux le sont encore moins. Utiliser ce prétexte pour ne pas entamer certains chantiers paraît néanmoins une mauvaise solution, car cela ne permet pas d'être conforme avec la réglementation au démarrage de la MiFID, ne serait-ce que dans le cadre

d'une offre encore réduite de lieux d'exécution ; d'autre part, cette stratégie attentiste remet en cause la capacité à évoluer rapidement après le démarrage de la MiFID et tiré parti, pour ses clients, des meilleures opportunités du marché.

Une approche itérative de la *best execution* (par ailleurs cohérente avec l'impératif de réviser sa politique à minima annuellement) paraît un meilleur choix. La première étape, si elle reste simple dans les modalités pratiques d'exécution proposées, devra permettre de construire le socle évolutif sur lequel les étapes suivantes pourront être ancrées. ■