

DSI

Best execution: un chantier pour les sociétés de gestion

Dans un contexte de mise en concurrence des bourses et des systèmes privés de négociation, la nouvelle Directive sur les services d'investissement a contraint les intermédiaires de marché à renforcer l'obligation d'une best execution. Une préoccupation de premier plan pour les sociétés de gestion sollicitées pour une plus grande transparence des intermédiaires et contreparties. Ce concept multidimensionnel implique des arbitrages d'indicateurs et de benchmarks qui seront définis en fonction des besoins de la société de gestion.

LA NOUVELLE DIRECTIVE SUR les services d'investissement a renforcé l'obligation dite de « *best execution* » pour les intermédiaires de marché dans un contexte de mise en concurrence des bourses et des systèmes privés de négociation (*alternative trading systems* et ordres internalisés chez certains grands intermédiaires). Cette préoccupation est aussi, depuis longtemps, celle des sociétés d'*asset management*. L'Association for investment management research (AIMR), organisme professionnel américain, la met en tête de ses *trade guidelines* et en détaille les modalités avec une extrême précision. L'European asset management association (EAMA) a, l'an dernier, précisé ses propres critères dans un document de travail.

L'exigence de *best execution* pour les gestionnaires s'est encore renforcée sous l'effet de deux séries de pressions.

PRESSIION DES RÉGULATEURS

C'est dès 1986 que la Securities and exchange commission a précisé que l'obligation pour le gérant

d'agir dans l'intérêt de son client impliquait celle de rechercher la meilleure exécution des ordres. Depuis, le régulateur américain a demandé que soit mise en place une procédure écrite, validée et contrôlée par les instances dirigeantes et que les critères fassent l'objet d'une information des investisseurs.

En France, le règlement COB 96-03 a récemment été modifié afin de préciser (via l'art. 16) que la société de gestion ait « *une procédure formalisée et contrôlable de sélection et d'évaluation des intermédiaires et contreparties prenant en compte des critères objectifs tels que le coût de l'intermédiation, la qualité de l'exécution, de la recherche ou du traitement administratif des opérations* ». Elle doit informer sur la mise en œuvre de cette procédure dans le rapport de gestion de l'OPCVM ou dans le compte rendu de gestion du portefeuille géré sous mandat.

PRESSIION DES INVESTISSEURS

Dans leurs appels d'offre, les investisseurs institutionnels, en particulier anglo-saxons, exigent que les sociétés de gestion sélectionnées disposent de véritables outils visant à assurer et à contrôler la

qualité des ordres de bourse qu'elles initient. Ces investisseurs vont parfois jusqu'à définir eux-mêmes les critères et paramètres pertinents.

UNE PRÉOCCUPATION CROISSANTE QUI VA GÉNÉRER DES INVESTISSEMENTS

Edhec Risk Advisory a procédé à une enquête auprès de 150 *investment managers* européens. Les réponses apportées par des institutions gérant au total 4 000 milliards d'euros se répartissent entre le Royaume-Uni (40 %), la France (22 %), l'Allemagne (10 %) et les principaux marchés de l'Union. Elles témoignent d'une préoccupation croissante pour les systèmes et procédures visant à exécuter les ordres au mieux. Dès lors que les volumes négociés par accès direct au marché restent limités (7,5 % bien qu'en croissance, 90 % des gérants souhaitent maintenir un contrôle efficace des intermédiaires. Cette proportion se répartit entre la surveillance directe (50 %) et l'exigence d'un *reporting* transparent des intermédiaires sélectionnés.

66 % des gestionnaires d'actifs interrogés soulignent l'importance de disposer d'une infrastructure

FRANÇOIS
CHAMPARNAUD

Associé

Edhec
Risk Advisory

adéquate pour assurer la meilleure exécution des ordres et 90 % affirment que cette préoccupation relève spontanément de considération interne davantage que de la pression des régulateurs. Au demeurant, 46 % disposent d'une telle infrastructure et 47 % projettent de la mettre en place au cours de l'année à venir.

D'une manière générale, dans des marchés dont la croissance attendue reste en deçà des chiffres enregistrés à la fin des années 1990, la maîtrise des coûts de transaction contribue de façon non négligeable à la performance globale, les principales comparaisons internationales montrant une forte corrélation entre ces deux termes.

UNE QUESTION DE GOUVERNANCE

La recherche de la meilleure exécution des ordres passés par les gérants pour le compte des mandants suppose que cette préoccupation soit intégrée à différents niveaux de la société de gestion.

- le front-office doit quotidiennement s'en assurer lors de chacune de ses décisions d'allocation et ré-allocation d'actifs ;
- les départements de contrôle (contrôle interne et *compliance*) doivent être en mesure d'en vérifier l'application.

“ Dans des marchés dont la croissance attendue reste en deçà des chiffres enregistrés à la fin des années 1990, la maîtrise des coûts de transaction contribue de façon non négligeable à la performance globale. ”

Dans tous les cas, des procédures précises devront exister.

Plus généralement, la *best execution* est une question de gouvernance. La société de gestion doit mettre en place un comité de sélection des intermédiaires, déterminer sa fréquence de réunion, définir les critères de sélection ainsi que les indicateurs pertinents. Bien sûr, celles qui sont filiales d'un conglomérat financier devront veiller à ne pas retenir indûment le *broker* appartenant au même groupe.

LA DIFFICILE DÉFINITION DES INDICATEURS ET DU BENCHMARK

La *best execution* est un concept multidimensionnel. On s'en aperçoit clairement à la façon dont la Directive sur les services d'investissement la définit pour les intermédiaires de marché en son article 21 : «... le meilleur résultat possible pour (le) client compte tenu du prix, du

coût, de la rapidité, de la probabilité de l'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative à la nature de l'ordre ».

On comprend facilement que la *best execution* variera avec :

- la nature du client et son horizon de gestion. Un fond de pension sera, par exemple, moins exigeant en termes d'immédiateté d'exécution qu'un *hedge fund* pratiquant des arbitrages de court terme et il privilégiera les meilleurs prix et maîtrise des coûts de transaction ;
- l'instrument financier et son marché de référence. Minimiser l'impact de l'intervention sur le marché sera prioritaire dans le cas des instruments les moins liquides. Alors que la plupart des marchés organisés, surtout lorsqu'ils le sont sur le modèle du carnet d'ordre, ont un prix de référence, certains instruments sont quasi exclusivement négociés OTC et vont néces-

L'infrastructure financière européenne

Cet ouvrage a pour but de sensibiliser les professionnels de la banque, les chercheurs ainsi que les étudiants en sciences économiques et en sciences de gestion, au rôle désormais stratégique des activités de support logistique qui enserrent la négociation sur actifs financiers, en particulier dans le cadre de la construction d'une Europe financière intégrée.

59 euros • ISBN : 2-86325-412.0

BON DE COMMANDE p. 77



siter une approche différente de la *best execution* : fourchettes larges, calcul de prix moyens de transaction sur une période plus longue pour obtenir une référence pertinente, importance de l'impact de marché.

Il convient donc d'aller au-delà de la composante la plus évidente des coûts de transaction et de prendre en compte tous les éléments. Un indicateur composite intéressant est celui de « perte liée à l'exécution » (ou *implementation shortfall*), défini en points de base et résultat du cumul des coûts explicites, des coûts implicites et d'une demi fourchette de marché, soit la différence entre le prix d'offre et le prix d'achat divisé par deux (*encadré*). Pour obtenir le coût total de la transaction, on ajoutera celui du règlement-livraison.

Coût d'une transaction

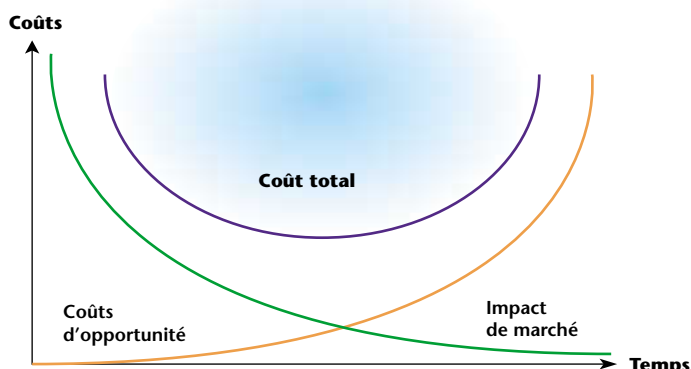
- **Coût du règlement-livraison.**
- **Coûts explicites :**
 - taxes, impôts et prélèvements divers;
 - coût des services liés (recherche, *datas*, *soft commissions*...);
 - coûts d'exécution liés au système de marché (commissions).
- **Coûts implicites :**
 - impact de marché de la transaction (ordre important et/ou marché peu liquide);
 - coût d'opportunité lié au délai de transaction.
- **Prix d'offre/prix de demande** (fourchette au moment de la décision d'investissement).

Il faut d'insister sur l'importance du calcul et de la maîtrise des coûts implicites tant leur part peut être prépondérante. Les études disponibles nous donnent la répartition suivante de la perte liée à l'exécution (hors fourchette qui est évidemment variable d'un marché à l'autre) :

- ensemble des commissions et taxes : 12,5 %
- impact de marché : 22,5 %
- coût d'opportunité et de délai : 65 %

Les possibilités d'arbitrage entre

Relations entre coût d'opportunité, impact de marché et coût total de la transaction



ces différents termes ne sont pas infinies car on peut, bien sûr, diminuer l'impact de marché en fragmentant et étalant la transaction, mais alors le coût d'opportunité s'accroît, en particulier sur des marchés volatils (*graphique*).

Une fois le critère défini, il faut disposer d'un prix de référence pour juger de la qualité de l'exécution. C'est la délicate question du benchmark.

Les benchmarks les plus simples ne comportent pas de dimension temporelle (ou plus précisément ne prennent pas en compte les délais d'exécution). Tel est le cas du VWAP (*Volume weighted average price*), des cours d'ouverture, de clôture de la séance ou séance précédente, des cours moyens entre valeurs extrêmes d'une séance.

L'introduction des délais d'exécution peut se faire en retenant la fourchette basse ou haute précédant l'exécution ou le VWAP, calculé comme la moyenne pondérée des prix entre la décision d'investissement et la clôture. Un indicateur particulièrement intéressant est le VWAP entre la décision et l'exécution. La difficulté est, bien sûr, la définition du moment de cette décision : réunion du comité de sélection, décision finale du gérant en fonction du *momentum* de marché?

Enfin, certains prestataires proposent des modèles sophistiqués comparant le prix d'exécution avec un prix théorique fonction de l'historique du titre, de sa liquidité

et du *momentum* de marché. Outre leur grande complexité, ces approches sont très dépendantes des présupposés théoriques du modèle sous-jacent. Le mieux étant souvent l'ennemi du bien, il importe donc que la société de gestion retienne indicateurs et benchmarks en fonction de ses besoins mais aussi de leur lisibilité. Il y a à un arbitrage à effectuer entre précision et faisabilité.

LES NÉCESSAIRES INVESTISSEMENTS EN SYSTÈMES ET OUTILS DE TRAITEMENT INFORMATIQUE

Une dimension encore à souligner : la *best execution* nécessite des investissements en systèmes et outils de traitement informatique. Ce n'est pas, loin de là, une question uniquement conceptuelle de détermination de paramètres. Il est donc essentiel, en raison du coût et de la durée de vie de ces investissements, d'éviter les choix erronés. La décision devra être cohérente avec les besoins des gérants, les autres systèmes de données, la fréquence requise pour les contrôles, ainsi qu'avec les indicateurs et benchmarks définis.

Ces exigences soulignent à quel point la *best execution* est un processus global. Du diagnostic au contrôle en passant par la phase d'investissement et de mise en œuvre, il s'agit d'un nouveau chantier dont il conviendra, en interne ou par des conseils externes, de maîtriser les différents aspects. ■