

# Best Execution : comment relever le défi ?

Mars 2018

## En quelques mots

Introduit il y a 10 ans avec MIFID I, le concept de **Best Execution** n'est pas totalement nouveau, mais le 2<sup>ème</sup> volet de la Directive MIF est venu **renforcer sensiblement les obligations** sur un **périmètre d'instruments bien plus large** qu'auparavant touchant de nombreuses filières métier épargnées jusqu'à présent.

Trois mois après l'entrée en vigueur effective de MIFID II, force est de constater qu'il **reste du chemin à parcourir** dans beaucoup d'établissements pour mettre à niveau leurs dispositifs et naviguer au milieu de la nouvelle structure des marchés et de transparence des prix post-trade.

Une des principales difficultés rencontrées est en effet la déclinaison concrète et opérationnelle d'un dispositif de suivi de Best Execution dans un **environnement mouvant** : **nouvelles données** de Transparence Post-Trade diffusées seulement depuis Janvier 2018, **offres d'outils d'analyse TCA (Transaction Cost Analysis) en pleine évolution, gouvernance** de suivi à mettre en place sans guideline précis, ...

Au regard des **coûts associés et des compétences requises**, les établissements n'ayant pas la **taille critique** devront se poser la question de la **mutualisation ou l'externalisation** afin de ne pas peser trop lourdement sur leur base de coûts.

## 1. De nombreux enjeux à relever dans un contexte marché en pleine évolution

Historiquement, les **dispositifs de suivi de Best Execution** ont été mis en place en vue de couvrir un **périmètre de produits réduit**, principalement les equities, afin de répondre à **une exigence globale** MIF de Best Execution avec une pression réglementaire jusqu'alors relativement modérée.

**MIFID II change fortement la donne** en élargissant le scope d'activités concernées : filières Obligataires, Taux, Change, Activité de RFQ, ... mais aussi en imposant une

toute autre approche, en effet les établissements doivent passer d'une mise en œuvre de « mesures raisonnables » à des « mesures nécessaires », en d'autres termes se **benchmarker en permanence avec les meilleures pratiques** pour délivrer le meilleur résultat possible à leur client. Mais le régulateur ne s'arrête pas là puisqu'il exige également un dispositif de **contrôle continu et régulier** ainsi que de nouveaux reportings à destination des clients (Top 5, Quality of Execution)

Pour y répondre, les acteurs du marché se doivent de mettre en place **une vraie gouvernance de suivi** et se **doter des outils** nécessaires afin d'être en mesure de suivre en continu leur performance d'exécution et celle de leurs prestataires

Une des complexités de mise en œuvre à laquelle se heurtent les établissements est la **diversité des modèles de mesure** à utiliser en fonction des classes d'actifs, de la liquidité des produits, du niveau de fragmentation des marchés.... Autant de paramètres à calibrer dans les outils de mesure de performance d'exécution loin du concept de solution « one fit for all ». Les **produits sur-mesure** qui n'ont pas de « comparable quotes »<sup>1</sup> **n'échappent pas** non plus à la réglementation puisque dans ce cas les établissements devront garantir la « **fairness** » du prix en justifiant des données de marché et contrôlant régulièrement les méthodologies et paramètres utilisés par les pricers.



Au-delà des modèles, **l'exploitation de la donnée devient clé**, d'une part en terme de piste d'audit pour retracer et horodater dans les systèmes toutes les étapes des processus de RFQs et passations d'ordres – ce qui peut paraître banal dans les filières Flow déjà très électronifiées mais l'est moins dans les filières Voice pour lesquelles une **digitalisation** complète devient incontournable. D'autre part, l'exploitation des données de marché permettant de reconstruire la fameuse « **Consolidated-Tape** », c'est-à-dire la vision d'ensemble des prix du marché, reste un challenge. En effet alors même que la mise en œuvre du régime des APA rend possible ce concept, aucune offre de diffusion de données de marché consolidée n'existe encore, rendant partielle ou très coûteuse toute analyse exhaustive de Best Execution.

<sup>1</sup> ESMA - Article 24 of the Implementing Regulation (EC) No 1287/2006

Mais finalement l'enjeu n'est-il que réglementaire ? Nous sommes convaincus que dans ce nouveau monde Post-MIF II de Transparence des prix, les performances d'exécution d'un prestataire à l'autre devenant plus facilement comparables, la Best Execution devient un **élément de différenciation et de compétitivité majeur que les établissements ne doivent pas sous-estimer** dans des marchés extrêmement concurrentiels.

## 2. Quels sont les acteurs concernés ?

La question serait plutôt de savoir qui n'est pas concerné puisque tous les acteurs du marché, qu'ils soient Buy-Side ou Sell-Side, se retrouvent directement impactés par les exigences de Best Execution avec toutefois des **enjeux différents selon leurs activités** :

- ▶ Cotation d'un prix « Fair » pour les **activités de RFQ ou Market-Making des BFI**
- ▶ Sélection du meilleur marché pour les activités d'**intermédiation**
- ▶ Sélection du meilleur Broker (Best Selection) dans une chaîne de traitement d'ordres impliquant des **Récepteurs Transmetteurs d'Ordres (RTO)**
- ▶ Cumul de toutes les exigences pour les acteurs globaux et les **buy-side qui ont le plus souvent** un dispositif mixte par types d'instruments : recours à des brokers, membre direct de plateformes, système d'appel d'offres (RFQ)...

## 3. Quels moyens mettre en œuvre ?



Au regard du **volume de données** à traiter et de la complexité **des modèles de mesure et indicateurs à produire**, il devient incontournable de se doter d'un outil type TCA. Un tel outil permet en effet généralement de bénéficier d'un **seul point d'accès** à de multiples sources de données : APA, carnets d'ordre marché, réseau de contributeurs... et de **modèles de mesure** de Best Execution déjà testés et éprouvés.

Les offres des éditeurs de TCA sont cependant **en pleine évolution** et présentent des différences notables en termes de couverture produits, fonctionnalités offertes, modèles d'acquisition de données, type d'acteur (indépendant, plateforme, fournisseur de données de marché, ...)

Il est donc difficile à ce stade de trouver un **outil unique cross-asset** couvrant tous les besoins d'un établissement Tier1.

Les établissements devront donc maintenir une veille des offres disponibles et procéder à des choix éclairés d'**outil** au travers d'un **processus de sélection** rigoureux.

S'arrêter à la mise en place d'un outil et de reporting serait en revanche une erreur. Encore faut-il que les données qui en ressortent soient réellement exploitées au travers d'un vrai **dispositif de suivi permettant d'analyser et surveiller la qualité d'exécution** et fournir tous les éléments nécessaires au **management pour juger de la qualité globale** de leur dispositif et décider des ajustements nécessaires dans une logique d'amélioration continue telle que demandée par le régulateur.

## 4. L'occasion de repenser son modèle ?

Mettre en place un dispositif « Best-Execution » complet au niveau des attentes du régulateur implique un **investissement important et une montée en compétence** des équipes en charge du suivi.

Les acteurs n'ayant pas la **taille critique** pour absorber les coûts de maintenance et disposer de la compétence nécessaire devront se poser la question de la **mutualisation ou l'externalisation** de tout ou partie de leur dispositif d'exécution.

Des offres telles que celles des **tables de négociation externalisées** à destination de la clientèle Buy-Side sont un élément de réponse. Nous sommes également convaincus qu'une vague de mutualisation ou externalisation devrait toucher les **petites Salles de Marché** servant une clientèle Corporate des réseaux bancaires traditionnels.

Pour les autres, le **choix d'un outil du marché**, son **implémentation** et le **déploiement d'un nouveau dispositif organisationnel** représentent des **projets de transformation** importants à ne pas sous-estimer.

Quels outils ? Quel dispositif de suivi ? Quels impacts sur l'organisation et les processus ? Comment tirer profit des investissements mis en œuvre (amélioration des reporting clients, marketing Best Exec, ...)

Autant de questions structurantes auxquelles **Ailancy** peut répondre grâce à sa connaissance du marché financier et à son expertise dans la conduite de projets de transformation complexes.

**Jérôme Charpentier, Associé**  
**Isabelle Le Toux, Manager**

**Ailancy**, cabinet de conseil indépendant spécialisé dans les métiers de la banque de la finance et de l'assurance vous accompagne pour relever vos enjeux métiers, accompagner vos réflexions et mener à bien vos projets de transformation