La société Exoé propose depuis 2007 une table de trading externe aux sociétés de gestion souhaitant améliorer leur exécution conformément à MIF.

DR

TRADING

Des tables pour améliorer l'exécution

En renforçant les obligations de résultat sur l'exécution, la réglementation tend à renforcer le rôle des services « buy-side ».

PAR FABRICE ANSELMI

@fanselmi396
+ EMAIL *fanselmi@agefi.fr*

Ouvrir la concurrence entre les Bourses a mené à une fragmentation de la liquidité au détriment des investisseurs… Et la situation étant irréversible, divers opérateurs ont trouvé leur place pour « reconsolider » les marchés au service des investisseurs, comme les tables de négociation ou RTO (réception-transmission d'ordres), qui doivent faire avec les effets pervers nés des réglementations MIF 1 puis MIF 2 en Europe : explosion des échanges non transparents de gré à gré, puis des « *dark pools* », développement du « trading à haute fréquence » (HFT) et, depuis dix mois, des internalisateurs systématiques (SI).

Afin de protéger les investisseurs de sa propre incohérence, la directive MIF 1 avait inventé le concept de « meilleure exécution » : elle stipulait que l'entreprise d'investissement (*broker* ou société de gestion) devait prendre toutes les mesures « *raisonnables* » pour obtenir le meilleur résultat compte tenu des contraintes spécifiques (prix, coût, rapidité, probabilité d'exécution et du règlement, taille, nature de l'ordre, etc.) fixées avec le client. MIF 2 impose désormais de prendre toutes les mesures « *suffisantes* » pour le meilleur résultat… *« On est passé d'une obligation de moyens à une obligation de contrôle, de reporting, de mise en œuvre de mesures de correction, d'explications de ces mises en œuvre, et d'amélioration des procédures si nécessaire »*,

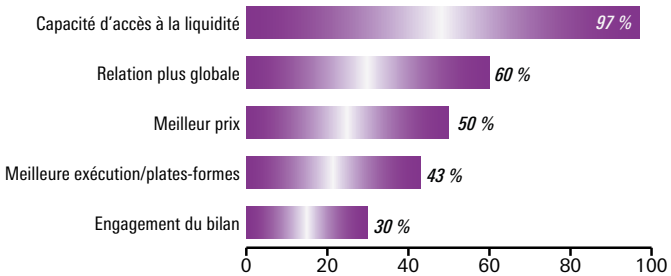
a expliqué Olivier Taverne, directeur général de la table indépendante Exoé, à l'occasion de L'Agefi AM Tech Day. Sachant qu'un RTO accompagne le gérant dans sa stratégie d'exécution globale (benchmarks, timing, méthodes…), pas seulement dans ses choix de *brokers* et de plates-formes. *« MIF 2 met les gestionnaires en ordre de marche,* estime Véronique Uzan, responsable des opérations chez Amundi Intermédiation : *ils ont l'obligation de mettre à exécution ces processus normés, que ce soit en interne ou par l'externalisation de leur table, et de le faire rapidement ! »* Pour David Angel, responsable du développement Europe chez ITG, *« c'est encore plus vrai avec la séparation exécution-recherche : il faut argumenter pour sélectionner son broker, démontrer encore davantage la qualité de l'exécution choisie, notamment au travers des analyses de coûts de transaction [TCA], dont nous constatons un usage accru depuis janvier. » « Cela revient à adopter une démarche continue en recueillant les données avant, pendant, après le trading et en identifiant puis rectifiant tout résultat non optimal. La responsabilité de la recherche de liquidité est désormais rebasculée du côté du trader 'buy-side', qui, avec son expertise et aidé par les nouvelles technologies à sa disposition, doit s'assurer de fournir les meilleurs résultats pour l'investisseur final »,* détaille Charlotte Decuyper, analyste des structures de marché chez Liquidnet.

COÛTS/EFFICACITÉ

Sous MIF 1, les plus grandes sociétés de gestion avaient investi dans une table interne, comme Groupama AM. Certaines l'avaient même filialisée (Amundi Intermédiation, Axa IM IF, BNPP Dealing Services, Natixis AM Finance…), avec la possibilité de vendre ce service, en même temps que la gestion, ou séparément comme chez Amundi Intermédiation avec une dizaine de clients externes (institutionnels, gestions, banques privées). Une trentaine de gestions avaient opté pour la table externe Exoé, avec pour arguments la mutualisation des coûts technologiques et humains et le gain de temps permettant de se recentrer sur la gestion – *« vient désormais s'ajouter l'obligation réglementaire sur la qualité d'exécution »,* insiste Olivier Taverne.

L'ENGAGEMENT DES CONTREPARTIES RESTE UN CRITÈRE IMPORTANT

Selon quels critères sélectionnerez-vous vos contreparties sous MIF 2 dans l'obligataire ?



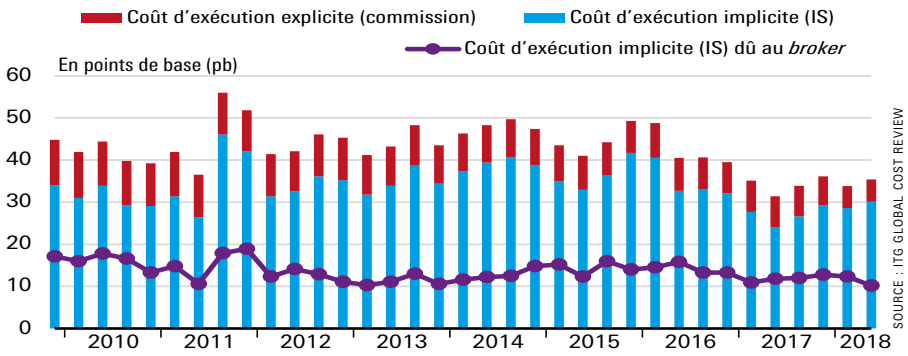
SOURCE : LIQUIDNET RESEARCH (JANVIER 2018)

UN GÉRANT QUI SOUHAITE VISITER DES ENTREPRISES POUR INVESTIR NE PEUT ÊTRE DERRIÈRE SON ÉCRAN POUR NÉGOCIER

D'autres ont aussi trouvé une solution externe avec l'offre i-Deal, lancée par SGSS avec sa banque privée luxembourgeoise.

Sous MIF 2, beaucoup de petits gestionnaires ont relancé leur réflexion afin de dédier des moyens spécifiques au trading, mais la plupart continuent de fonctionner avec des « gérants-négociateurs » à l'ancienne… Certains spécialistes de l'obligataire estiment qu'ils perdraient une partie de l'information sur les flux en déléguant. D'autres avancent que la mutualisation des moyens via le passage par une table externe induit une convergence potentiellement problématique de la liquidité : *« Avec de moins bons prix que lorsque nous négocions nous-mêmes en direct sur le crédit, et un impact sur les performances… Les tables de nos partenaires 'font le marché' autour d'un prix standard qui n'est pas toujours le meilleur »,* estime un directeur financier ex-gérant obligataire. *« Cette approche 'centrale d'achat' est vraie pour le marché primaire, et positivement déterminante avec le QE de la banque centrale, mais moins pour le marché secondaire, où le regroupement possible d'ordres provenant de différents fonds/clients est conditionné à leur simultanéité »,* répond Laurent Albert, directeur de l'intermédiation chez Natixis AM Finance. *« La notion de 'best execution' reste complexe, liée non seulement à l'accès à la liquidité, à la mise en concurrence et à la difficulté d'exécution, mais aussi aux niveaux de prix relatifs obtenus »,* note Véronique Uzan, qui insiste sur les importants moyens mis en œuvre. *« Les prix doivent être comparés dans des conditions de marché similaires : nos TCA prennent tout cela en compte »,* ajoute David Angel. Ainsi, *« l'institutionnel qui organise lui-même gestion et exécution obligataire n'a pas forcément les mêmes contraintes de taille et de timing que celui qui délègue à une table : celui-ci fixe un cadre avec des contraintes fortes qui rendent les coûts de transactions incomparables »,* analyse Charles-Albert Lehalle, spécialiste en recherche quantitative pour CFM et l'Imperial College. Avec le temps, *« les clients relâchent leurs contraintes sur la table, et cette confiance dans la collaboration permet d'améliorer*

COÛTS D'EXÉCUTION EN LÉGÈRE BAISSE SUR LES ACTIONS



SOURCE : ITG GLOBAL COST REVIEW

Les TCA très axés sur le sell-side, pas encore sur le buy-side

encore la performance », ajoute Laurent Albert.

Surtout, il faut bien distinguer marchés listés et gré à gré : le passage d'un « bloc » important sur les plates-formes actions transparentes tendrait toujours à impacter fortement le prix, du fait des arbitrages par des contreparties « toxiques », d'une durée allongée de l'exécution… Ce n'est pas forcément le cas sur l'obligataire : *« Souvent, un gros ordre vaut mieux que plusieurs petits ordres à l'entrée dans la table, qui va le découper et le travailler de manière plus linéaire, selon une seule stratégie et non plusieurs, ce qui mène à une meilleure exécution, même à l'achat »*, note Charles-Albert Lehalle. *« La vente de gros blocs obligataires se conclut très bien dans un contexte de QE, mais c'est aussi vrai à l'achat*, confirme Daniel Léon, responsable ingénierie et exécution chez Axa IM. *Les contreparties bancaires se méfient des investisseurs qui viennent sur un actif par à-coups, sans dévoiler leur intention, et écartent généralement leurs spreads. Elles font plus facilement des efforts face à un large bloc affiché, surtout s'il provient d'une grande gestion organisée pour leur fournir de la liquidité sur leurs axes de trading. » « Cette question des risques que le 'sell-side' est prêt à prendre pour intermédier l'ordre ou pas est très importante et ne doit pas laisser de côté les petites gestions »*, pour Olivier Taverne.

Pour aller plus loin, l'étude de Liquidnet dans la version digitale de L'AGEFI HEBDO

TRANSPARENCE

La professionnalisation de l'exécution peut aussi venir des contraintes de transparence. *« Les obligations seront renforcées avec la réglementation Priips quand elle s'appliquera à la gestion collective*, poursuit Véronique Uzan. *Dans la documentation, il faudra probablement afficher, outre les frais de gestion et les coûts d'exécution explicites, les coûts d'exécution implicites ciblés. Cette obligation de détailler les coûts et de les anticiper risque de chambouler l'exécution car tout le monde voudra les optimiser davantage pour en faire un argument commercial. »* Pour l'heure, la facturation RTO semble encore très hétérogène : si les frais de gestion intègrent généralement les coûts de table interne non filialisée (comme pour les salaires des « gérants-négociateurs » à l'ancienne), certains gestionnaires intègrent encore les frais de leur table filialisée mais dédiée dans les frais de gestion, sans ligne spécifique, quand d'autres les intègrent dans les coûts d'exécution comprenant les frais de brokerage (qui intègrent eux-mêmes les frais de marché et de règlement-livraison post-marché), et d'autres dans les « commissions de mouvement » (à côté des frais de gestion). Une normalisation serait utile à la bonne compréhension par l'investisseur… ■

LA PAROLE À… **THOMAS GOURRAGNE,** responsable intermédiation chez Sycomore AM

« Vers une transparence totale sur les coûts de transaction »

Pouvez-vous revenir sur la création fin 2017 de votre propre table d'exécution ?

Depuis 2016, nous avions analysé le processus d'exécution de nos « gérants-négociateurs » et dénoncé le modèle, tant pour respecter les contraintes réglementaires à venir que pour diminuer notre impact sur des marchés plus fragmentés. Nous avons étudié la possibilité de tables externes, intéressantes pour qui a peu d'actifs et/ou peu de rotation, pas pour nous : nous souhaitions garder notre indépendance sur cette partie, moins vis-à-vis de tables de trading qui pourraient changer leurs priorités que des indiscrétions inévitables sur nos stratégies d'investissement. C'est cohérent avec notre volonté d'excellence, en phase avec l'obligation de transparence voulue par Priips.

DR

Mais ce sera dans le cadre d'une filiale Sycomore Market Solutions…

Oui, cette filiale attend l'agrément de RTO (réception-transmission d'ordres) mais sera monoclient au service de Sycomore AM, avec pour uniques buts de proposer la « meilleure exécution » et de couvrir ses coûts. Systèmes de gestion électronique des ordres (OMS) et du trading (EMS), gestion des exécutions, présentation d'une analyse des coûts (TCA) basées sur divers critères, etc. Cela demande beaucoup d'investissements humains et technologiques. Nous avons aussi intégré la messagerie interne Symphony entre les équipes d'intermédiation et de gestion, avant un module de gestion des risques dynamique intraday qui aidera à la prise de décision à partir de 2019. Ne chargeant pas de commissions de mouvements, nous avons mis en place un RTO avec une grille tarifaire dédiée qui permettra de faire face aux coûts, sachant que l'arrivée de notre équipe de négociateurs, qui pilote de plus en plus nos ordres de manière électronique, a permis une baisse de 25 % de nos frais d'exécution.

Avez-vous le même traitement pour les obligations ?

Pas tout à fait, sur ce marché de gré à gré et pas complètement électronisé, la table n'apporte pas encore autant de valeur ajoutée que des gérants « connectés » depuis des années. On leur propose donc une *« best selection »* des contreparties (selon les capacités de *« market making »* et points forts par classes d'actifs) et des analyses TCA sur les ordres qu'ils continuent à exécuter via une procédure de *« request for quote »* (RFQ) sur des plates-formes dédiées.