

**Obligation de meilleure exécution et performance
opérationnelle:
menaces et opportunités de la directive MIF**

Catherine D'Hondt
EDHEC Risk and Asset Management Research Center
catherine.dhondt@edhec.edu

L'esprit de la directive MIF

- Mise en place d'un **cadre réglementaire global** pour tous les acteurs et instruments du monde financier
- Mise en **concurrence des différents modes d'exécution** des ordres:
 - Marchés réglementés (MR)
 - Systèmes multilatéraux de négociation (MTF)
 - Systèmes internes de négociation (SI)

La finalité de la directive MIF

- Par la libéralisation, favoriser :
 - l'innovation
 - la diminution des coûts
- Par des règles harmonisées, garantir :
 - l'intégrité des marchés
 - la protection des investisseurs

Les risques

- **Fragmentation** de la liquidité:
 - dégradation du processus de formation des prix
 - détérioration de l'accès à l'information
- Difficulté d'appréciation de la **qualité d'exécution** des ordres
- Hausse des **conflits d'intérêts** au sein des SI
- Mission de **surveillance du marché plus difficile**



Les garde-fous

- Règle de **transparence post-négociation**
- Règle de **transparence pré-négociation**
- Règle de la « **meilleure exécution** »

Transparence pré-négociation

Un travail inachevé

- MR et MTF: prix + profondeur
- SI: publication seulement si un marché liquide existe et pour des transactions < taille normale de marché
- Marché liquide:
 - flottant > 500 000 000 €
 - transactions/jour: + 500
 - turnover/jour: + 2 000 000 €

Transparence pré-négociation

Un travail inachevé

Coûts de transaction implicites

Indicator	Liquid Stocks		Illiquid Stocks	
	In EUR	Relative to the TT*	In EUR	Relative to the TT*
Closing price	17,571,218	0.01%	3,413,777	0.10%
VWAP	45,790,993	0.04%	4,627,843	0.14%
Effective spread	129,204,456	0.11%	21,916,632	0.65%

*total turnover

Transparence pré-négociation

Un travail inachevé

Coûts de transaction explicites

Country	Large Cap			Mid/Small Cap		
	Average	High	Low	Average	High	Low
France	7.1	15.0	5.0	19.5	25.0	15.0
Germany	10.7	15.0	7.0	18.3	25.0	15.0
Italy	9.8	20.0	5.0	22.1	30.0	18.0
Netherlands	10.3	13.0	9.0	19.4	28.0	15.0
Spain	11.7	19.0	8.0	21.8	25.0	15.0
Sweden	9.7	12.0	8.0	19.4	25.0	15.0
UK	6.1	10.0	5.0	23.7	30.0	18.0

Commission data supplied by GSCS Information Services (www.gscs.info)

Obligation de meilleure exécution

Une disposition schizophrénique

- 3 principes majeurs:
 - obligation de prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat net possible;
 - diffusion d'une politique d'exécution des ordres;
 - obligation de démontrer, à la demande du client, que les ordres ont été exécutés conformément à la politique d'exécution.

Obligation de meilleure exécution

Une disposition schizophrénique

- Ambiguïté de la provision:
obligation de moyen et/ou de résultat ?
- Absence de consensus sur la « meilleure exécution »:
 - sur la définition du concept même
 - sur une approche standardisée
- Difficultés inhérentes à une obligation de moyen

Une nouvelle approche

Les indicateurs EBEX (EDHEC Best Execution)

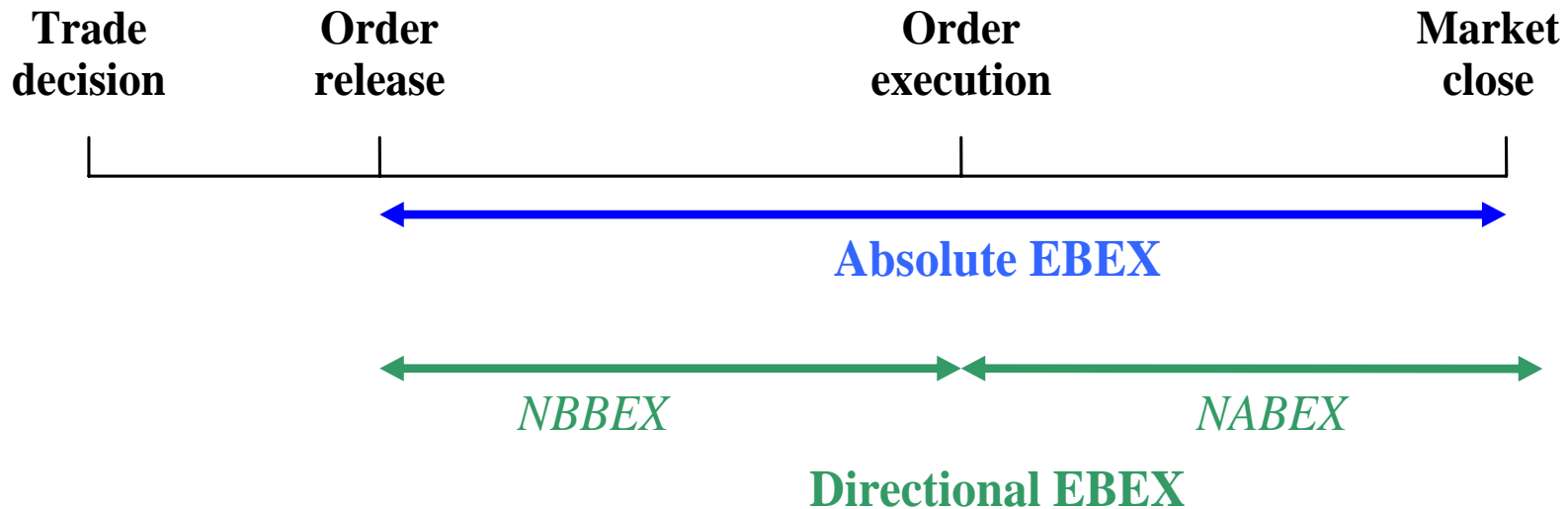
- Le prix reste la composante principale de la qualité d'une exécution
- La meilleure référence pour évaluer *ex post* la qualité d'un prix = l'univers de toutes les transactions exécutées sur les marchés disponibles, dans des conditions semblables

→ **PEER GROUP ANALYSIS**

Les indicateurs EBEX

Une question simple pour un problème simple

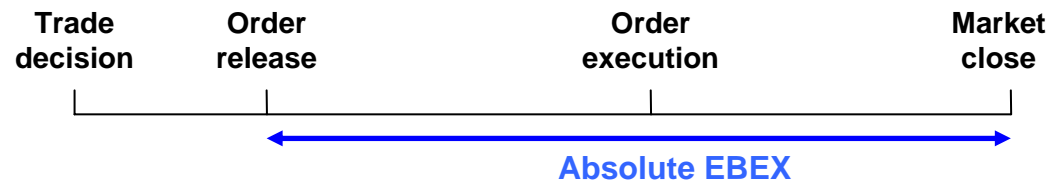
Pour une transaction exécutée par un intermédiaire et enregistrée à un prix spécifique et un moment donné, dans quelle mesure d'autres intermédiaires ont exécuté des volumes comparables à cette transaction, soit avant soit après cette transaction, à un prix meilleur?



Les indicateurs EBEX

Absolute EBEX

Mesure la qualité d'exécution par rapport aux autres transactions



Pour les ordres vendeurs:

$$EBEX_{abs,i} = 1 - \frac{\sum_{n=1}^N V_{n,day}^{P > AP_i}}{(S_i)} \frac{\sum_{m=1}^M V_{m,day}}{(S_i)}$$

Pour les ordres acheteurs:

$$EBEX_{abs,i} = 1 - \frac{\sum_{n=1}^N V_{n,day}^{P < AP_i}}{(S_i)} \frac{\sum_{m=1}^M V_{m,day}}{(S_i)}$$

Les indicateurs EBEX

Absolute EBEX

+ on est proche de 0, + la qualité d'exécution est faible !

Parmi les transactions "semblables", la plupart ont obtenu un meilleur prix d'exécution. Mauvaise performance!

0

1

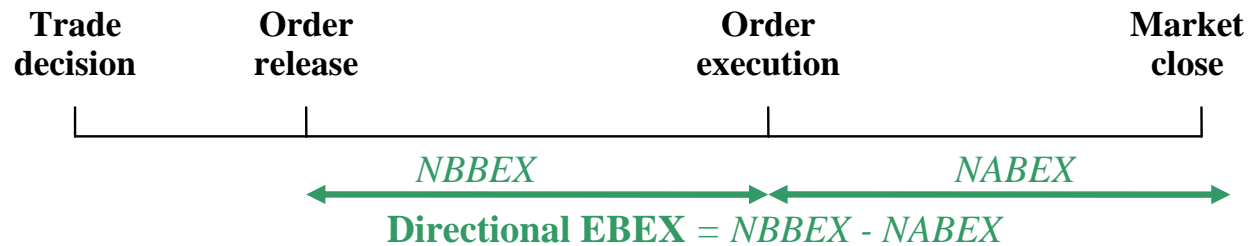
+ on est proche de 1, + la qualité d'exécution est élevée !

Parmi les transactions "semblables", peu ont obtenu un meilleur prix d'exécution. Excellente performance!

Les indicateurs EBEX

Directional EBEX

Indique comment l'intermédiaire aurait pu mieux exécuter la transaction, d'un point de vue du *timing*



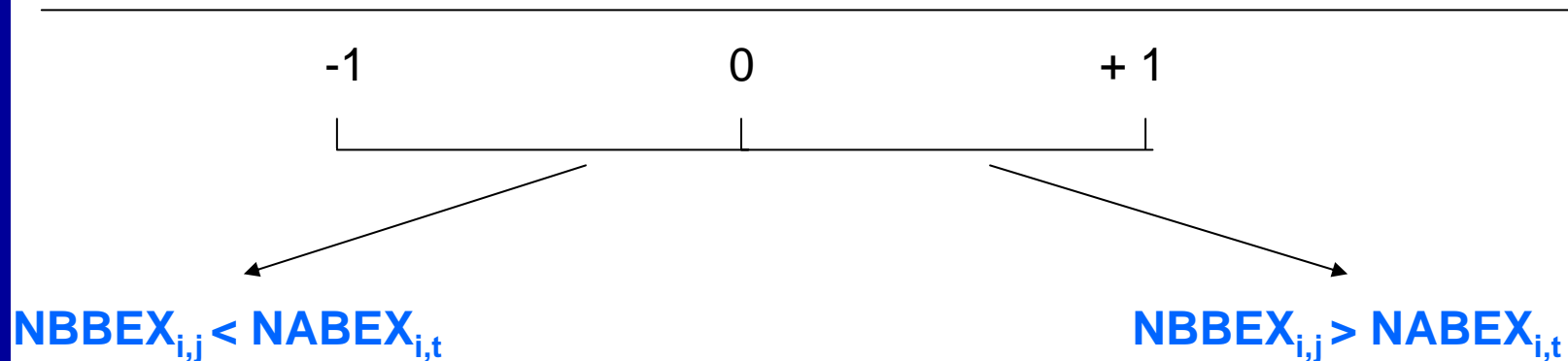
Pour les ordres vendeurs:

$$NBBEX_{i,j} = \frac{\sum_{n=1}^N V_{n,j}^{P>AP_i}}{(S_i)} \cdot \frac{(S_i)}{\sum_{m=1}^M V_{m,j}}$$

$$NABEX_{i,t} = \frac{\sum_{n=1}^N V_{n,t}^{P>AP_i}}{(S_i)} \cdot \frac{(S_i)}{\sum_{m=1}^M V_{m,t}}$$

Les indicateurs EBEX

Directional EBEX



- $-1 < EBEX_{dir,i} < 0$ [$NBBEX_{i,j} < NABEX_{i,t}$]:

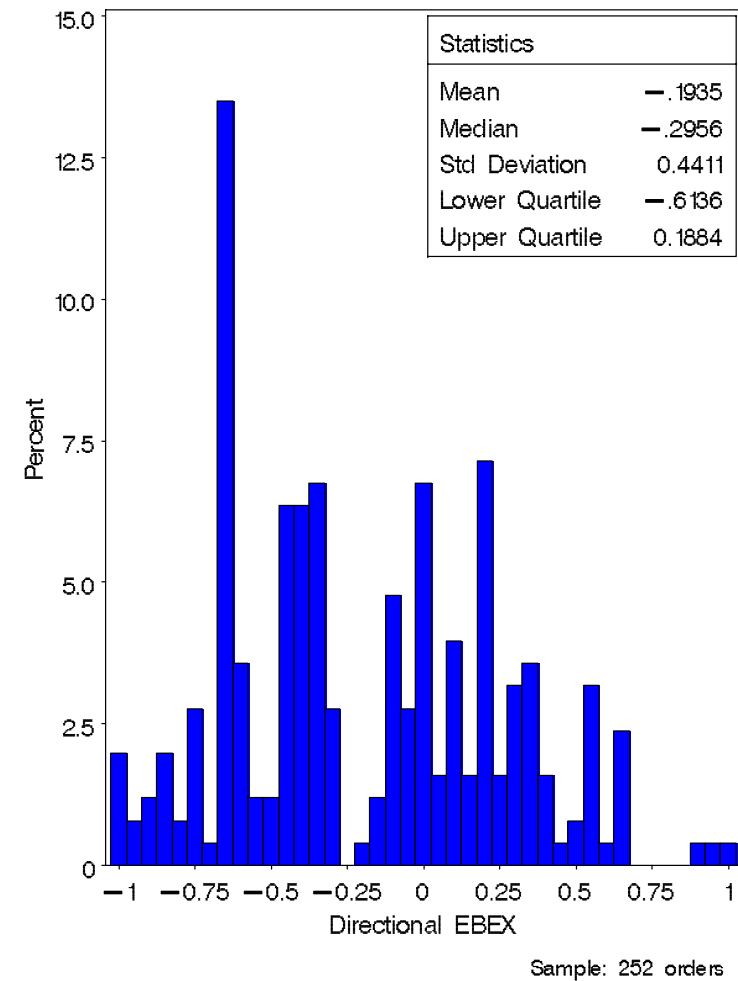
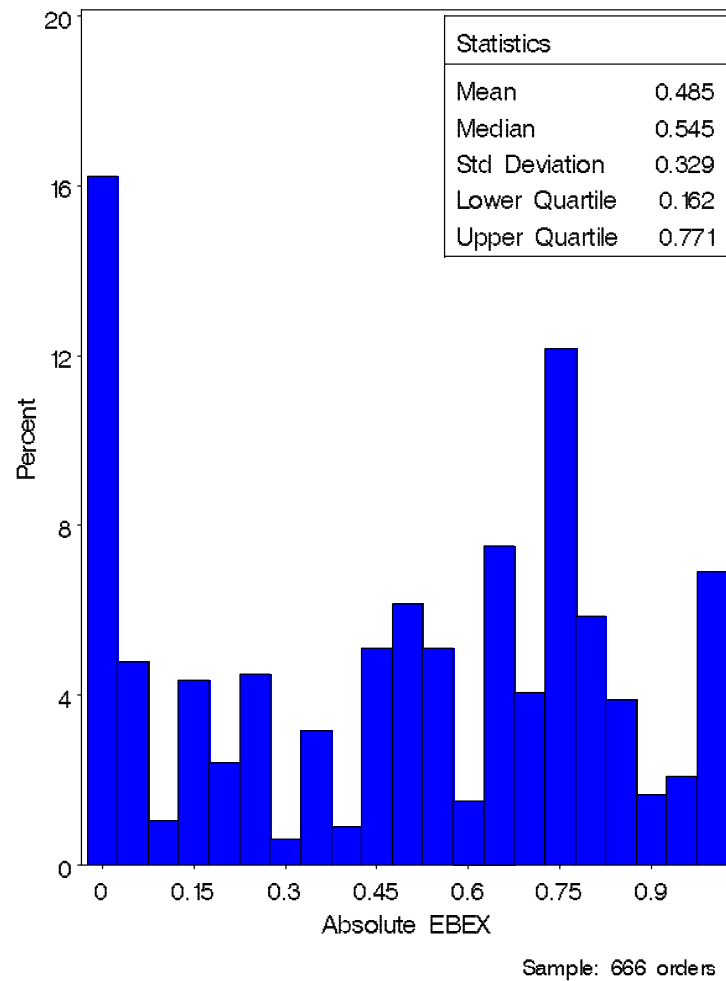
L'intermédiaire devrait être plus patient; il aurait eu + d'opportunités de traiter à un prix meilleur après la transaction (qu'avant).

- $0 < EBEX_{dir,i} < 1$ [$NBBEX_{i,j} > NABEX_{i,t}$]:

L'intermédiaire devrait être plus agressif; il aurait eu + d'opportunités de traiter à un prix meilleur avant la transaction (qu'après).

Les indicateurs EBEX

Interprétation



Références

D'Hondt, C. and J.R. Giraud, 2006, “**MiFID: Convergence towards a Unified European Capital Markets Industry**”, *Risk books*, October.

D'Hondt, C. and J.R. Giraud, 2007, “**MiFID: the (in)famous European Directive?**”, EDHEC Position Paper, March.