

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

> Plus d'informations :  
Sur : [www.im.natixis.com/  
fr-institutional/le-hub](http://www.im.natixis.com/fr-institutional/le-hub)

## L'exécution des ordres : un enjeu fondamental

### Points clé :

- Avec MiFID II, les investisseurs institutionnels doivent désormais renforcer la transparence et le reporting de leurs activités de négociation.
- La complexité et la vaste gamme de titres utilisées dans les transactions contraignent de nombreux investisseurs à externaliser auprès de spécialistes leurs opérations de négociation.
- Certaines compagnies d'assurance et certains fonds de pension, en particulier, ne disposent pas nécessairement de volumes de négociation suffisamment élevés pour justifier des dépenses en technologies et en ressources humaines.
- L'externalisation de solutions qui permettent un accès aux liquidités et bénéficient d'un traitement de bout en bout peuvent considérablement limiter les risques, même pour les investisseurs de plus grande envergure et les mieux qualifiés.

La réglementation MiFID II redéfinit-elle les règles du jeu dans la gestion d'actifs ou bien les règles ont-elles déjà changé ? La fragmentation des liquidités a commencé il y a déjà de nombreuses années et les processus dits de " Best execution " (meilleure exécution) étaient déjà un enjeu majeur avant même l'entrée en vigueur de la directive MiF II en janvier 2018. La directive MiF II vise à garantir que les investisseurs institutionnels qui considéraient auparavant les processus de meilleure exécution comme " utiles " leur semblent aujourd'hui " essentiels ". La directive de l'Union Européenne exige des sociétés d'investissement qu'elles prennent des mesures " suffisantes " – et non pas uniquement " raisonnables " – pour obtenir des résultats optimaux pour leurs clients.

La négociation a pris une place si importante dans les stratégies de gestion et elle est aujourd'hui si complexe que les pôles internes dédiés aux transactions peinent à suivre la cadence. Un grand nombre de sociétés d'investissement fonctionnent avec une équipe négociation réduite qui opère sur plusieurs classes d'actifs via de nombreux fournisseurs de données et plateformes.

La tâche ne peut plus être gérée par une seule personne, et probablement pas par une seule équipe non plus. C'est pourquoi de plus en plus d'investisseurs institutionnels (y compris les plus grands) sous-traitent leurs activités de négociation à des prestataires



**Olivier Houix,**

Directeur Général

Natixis Asset Management  
Finance



**Laurent Albert,**

Global Head of Trading

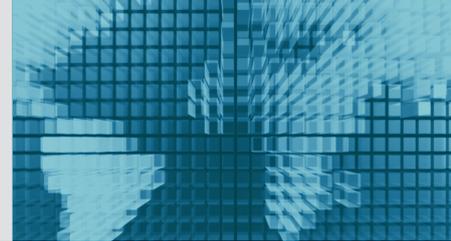
Natixis Asset Management  
Finance

externes spécialisés qui non seulement ont l'habitude de traiter un vaste éventail de titres utilisés à ce jour, mais maîtrisent également l'ensemble de leurs contraintes.

### Une structure de marché profondément modifiée

La structure du marché a été profondément modifiée depuis l'époque (pas si ancienne) où les actions s'échangeaient via une opération unique et locale, et les obligations par le biais d'un simple courtier par téléphone.

Concernant les actions, en particulier, la liquidité est désormais fragmentée entre les différentes places d'exécution et plateformes, et le processus de fragmentation pourrait se poursuivre à mesure que les technologies évoluent et que les prestataires spécialisés pénètrent sur le marché. La question de savoir où trouver de la liquidité s'est en outre



accentuée, les banques ayant réduit la taille de leur bilan à la suite de la crise financière.

MiFID II accentue la pression en exigeant des sociétés de gestion d'actifs qu'elles identifient les liquidités dont elles ont besoin pour traiter leurs ordres et appliquer le meilleur prix. Les investisseurs institutionnels doivent en outre renforcer la transparence et le reporting de leurs activités de négociation.

En effet, ils doivent apporter plus de transparence aux opérations pré et post-trade sur les actions, obligations et instruments dérivés. En termes de reporting, il leur est demandé d'accroître la transparence post-trade en temps réel et d'ajouter à leurs reportings des dizaines de nouvelles informations.

En d'autres termes, dans une infrastructure déjà bien complexe, les investisseurs institutionnels doivent à la fois améliorer l'exécution des ordres et pouvoir prouver avec certitude que cela a bien été le cas. Guère surprenant de savoir que la MiF II a causé fin 2017 (et cause encore parfois) quelques nuits blanches aux COO.

C'est peut-être au niveau des transactions sur les obligations que l'impact de la réglementation sera le plus fort. Depuis que la transparence des opérations pré et post-trade est obligatoire sur les obligations, cette classe d'actifs pourrait bien connaître le même sort que les actions. À ce titre, afin de pouvoir générer les données et d'apporter le niveau de transparence requis par les régulateurs, les opérations sur obligations s'effectueront de plus en plus par le biais de plateformes, ce qui entraînera l'apparition de nombreuses technologies et plateformes obligataires. Le résultat : une importante fragmentation potentielle de la liquidité au sein des marchés obligataires.

### Impact de l'assèchement des liquidités

Avec la convergence des univers actions et obligations, tous les investisseurs institutionnels cherchent à exploiter au mieux les compétences et ressources dont ils disposent, quelle que soit leur taille.

S'il n'existe pas de solution unique qui permette de résoudre la question de la liquidité, il faut être conscient de toutes les possibilités et opportunités et créer les connections à toutes les plateformes et technologies nécessaires.

Pour ce faire, les fonctions dédiées à la négociation devront avoir une profonde connaissance des différents marchés, entretenir des relations solides avec les contreparties et gérer de manière efficace leurs données. Il leur faudra en outre rester attentif aux nouvelles technologies et adopter les systèmes adéquats au moment le plus opportun.

Avec la diminution des marges, l'exécution des transactions et les coûts qui en découlent deviennent un élément critique. Mais de nombreux investisseurs institutionnels, en particulier les fonds de pension et compagnies d'assurance de petite taille, effectuent des opérations à petite échelle et ne sont donc pas en mesure de saisir les efficacités dont profitent leurs concurrents de plus grande envergure.

L'industrie de la négociation est aujourd'hui très vaste et possède de nombreuses nouvelles caractéristiques pour être abordée de manière efficace.

### Externalisation des opérations de négociation

Pour un grand nombre d'investisseurs institutionnels, la solution consiste à externaliser leur activité de négociation.

Cette technique leur permet de bénéficier de la position déjà établie sur le marché du prestataire (réseau de courtiers, accès aux marchés, économies d'échelle), ce qui offre une efficacité des coûts grâce aux investissements réduits en

infrastructure et à de moindres frais de négociation. Les gérants peuvent alors se concentrer sur leur cœur de métier, la gestion, tout en proposant un cadre efficace de transactions répondant aux attentes de plus en plus pointues de leurs clients conformément aux exigences de la directive MiF II.

L'externalisation permet en outre de bénéficier d'un large éventail de services tout au long de la chaîne d'exécution : accès à la liquidité, meilleure exécution et meilleure sélection, reportings, aspects administratifs de la recherche, fonctions liées aux risques et à la conformité.

### Des transactions à faible ou haute intervention humaine

Seul un prestataire externe disposant de profondes connaissances des exigences du buy-side peut répondre à ce besoin et offrir des services personnalisés à chaque organisme d'investissement.

" L'externalisation des solutions doit être effectuée selon une approche à la fois exhaustive et sur mesure, déclare Olivier Houix, Directeur Général de Natixis Asset Management Finance. Parce qu'elle a été créée (en 2009) en tenant compte des exigences d'Ostrum Asset Management, nous sommes en mesure de répondre aux besoins spécifiques de nos clients buy-side. "

En regroupant les actifs et les ordres de multiples clients buy-side, l'équipe dispose d'un accès aux données, salles et technologies plus large que la majorité des organismes qui traitent ces fonctionnalités en interne. " Nous offrons un accès à 85 courtiers et proposons un service personnalisé sur l'ensemble de la chaîne de valeur, ajoute Laurent Albert, Global Head of Trading. " En 2017, l'équipe a négocié pour le compte de ses clients 238 milliards d'euros sur les marchés des obligations, des actions, du change et des instruments monétaires.

Son envergure et sa réputation permettent de réaliser une économie de coûts sur les marchés secondaires et d'obtenir la préférence des négociants



principaux, ce qui garantit en retour à ses clients institutionnels un meilleur accès aux valeurs mobilières dans lesquelles ils souhaitent investir.

L'approche sur mesure consiste à apporter parfois toute l'aide nécessaire aux investisseurs lors de transactions complexes, et d'autres fois à automatiser les opérations les plus simples. " Ainsi, plutôt que de segmenter les transactions par classe d'actifs, et d'organiser les ressources par type de marché, nous fragmentons l'univers selon que les transactions nécessitent ou non une intervention humaine, précise Laurent Albert. "

En procédant ainsi, Natixis Asset Management Finance se met à la place de l'investisseur institutionnel et ne cherche pas à adopter une approche classique consistant à segmenter par classe d'actifs. C'est une approche différente qui, dans un monde où l'automatisation prend de plus en plus de place, reconnaît l'importance d'une intervention humaine pour effectuer avec succès une transaction. C'est d'autant plus vrai pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension qui s'intéressent aux instruments les moins liquides tels que les obligations des pays périphériques ou les obligations à haut rendement.

### Les avantages du marché primaire et secondaire

Pour les clients institutionnels, cette solution d'externalisation sur mesure permet une parfaite conformité vis-à-vis de la nouvelle réglementation, notamment en effectuant l'analyse des données nécessaires à l'analyse pré et post-trade. En réalité, l'externalisation permet non seulement le respect des exigences réglementaires, mais l'amélioration des performances du portefeuille. " Les transactions sur actions de type " non contraintes " exécutées sur notre plateforme ont gagné 40 pb en 2017, indique Olivier Houix. "

Si l'analyse des frais de transaction (Transaction Cost Analysis - TCA) est incontournable dans la négociation d'actions, et qu'elle est bien comprise par les clients qui privilégient les actions, la TCA est bien moins fréquente pour les obligations. Néanmoins, les prestataires externes disposant de vastes connexions au sein du marché peuvent accéder aux données pertinentes et les analyser afin d'effectuer une TCA sur la négociation d'obligations.

Pour les investisseurs institutionnels, l'externalisation des activités de négociation présente également des avantages sur les marchés primaires. En 2017, sur l'ensemble du marché, le buy-side a bénéficié de taux d'allocation moyen autour de de 45 % sur le marché obligataire. Grâce à son ranking Tier 1 par le sell-side mais aussi par la qualité de ses relations, la plateforme de Natixis est parvenue à une allocation de 61 % pour le compte de ses clients. Cette sur-allocation sur le marché primaire s'inscrit parfaitement dans la lignée des niveaux historiques enregistrés depuis la mise en place de la plateforme.

### À qui convient l'externalisation des opérations de transaction ?

Tous les investisseurs institutionnels n'ont pas la nécessité d'externaliser leurs opérations. Certains, souvent les plus grands investisseurs intervenant sur plusieurs classes d'actifs, disposent des ressources nécessaires pour développer leur propre table de négociation interne, sophistiquée et complète. Pour d'autres compagnies d'assurance et les fonds de pension, en revanche, les ressources ne sont la plupart du temps pas suffisantes pour faire face à la complexité et à la fragmentation des marchés. En outre, ces investisseurs ne disposent pas nécessairement de volumes de négociations suffisamment élevés pour justifier des dépenses en technologies et ressources humaines.

Sans ces ressources essentielles, les opérations de négociation posent un risque opérationnel particulièrement élevé. Le reporting en temps réel peut se révéler un véritable fardeau, et les équipes dédiées à la gestion des risques et à la conformité peuvent être rapidement surchargées.

L'externalisation de solutions qui permettent un accès à la liquidité et bénéficient d'un traitement de bout en bout peuvent considérablement limiter les risques, même pour les compagnies d'assurance et fonds de pension les plus grands et les mieux qualifiés. La relation avec un prestataire externe spécialisé dans les opérations de négociation dont les systèmes peuvent répondre aux besoins back/middle/front office des clients est primordiale dans la gestion des risques. Pour les organismes de plus petite taille, qui se concentrent sur une activité unique, l'accès à des outils simples et en ligne peut également leur permettre une parfaite connexion aux marchés.

" Nos trois contrôleurs des risques s'assurent en permanence que le risque opérationnel et de conformité est réduit à son minimum, tandis que nos experts des technologies scrutent en continu le marché à la recherche de nouvelles technologies capables d'offrir des solutions pour accéder à la liquidité à travers différents pools, déclare Olivier Houix. " Les technologies nécessitent par ailleurs des améliorations fréquentes et des ressources supplémentaires dédiées à la maintenance et au développement des logiciels.

### Conclusion : assurer l'avenir de la négociation

La question de la liquidité devient de plus en plus complexe à résoudre et l'expérience au sein des marchés joue un rôle essentiel pour appréhender les différentes fragmentations.

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



Dans un environnement marqué par un assèchement de la liquidité, l'objectif principal des investisseurs est de parvenir à réduire les coûts de transaction sur les différentes classes d'actifs. Le regroupement des ordres et l'impact de la taille constituent par conséquent un élément critique : une opération de négociation centralisée peut apporter

un certain nombre d'avantage aux participants ainsi que des économies d'échelle.

Pour évaluer les coûts d'exécution de manière précise, il est important d'élargir le champ d'analyse et d'utiliser toutes les ressources à disposition, qu'elles soient humaines ou technologiques.

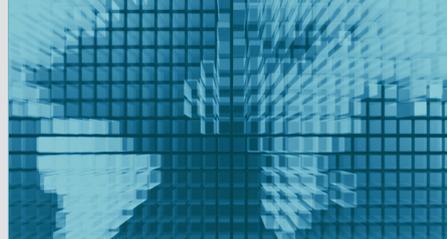
Une plateforme d'exécution qui combine ces ressources doit permettre non seulement d'effectuer une meilleure exécution dans l'environnement actuel, mais également à plus long terme, lorsque la structure de marché ou la réglementation sera amenée à évoluer.

Rédigé le 22 août 2018

# LE HUB

## PERSPECTIVES DE MARCHÉ

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



### MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**Dans les pays francophones de l'UE** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. ou sa succursale Natixis Investment Managers Distribution. Natixis Investment Managers S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de Natixis Investment Managers S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France: Natixis Investment Managers Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

#### **Natixis Asset Management Finance**

Un affilié de Natixis Investment Managers  
Société anonyme au capital de 15 050 000 €  
RCS Paris 479 989 238 – Établissement de crédit  
agrée par l'Autorité de contrôle prudentiel  
et de résolution depuis le 1er octobre 2009  
59 avenue Pierre Mendès France  
75013 Paris

#### **Natixis Investment Managers**

RCS Paris 453 952 681  
Share Capital: €178 251 690  
43 avenue Pierre Mendès France 75013  
Paris  
[www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)