

VITRICH Guillaume
Magistère de Juriste d'Affaires – D.J.C.E.
Master 2 Droit des Affaires
Université Paris II Panthéon-Assas

Mai 2006

L'OBLIGATION DE MEILLEURE EXECUTION

Sous la direction de Monsieur Hubert de VAUPLANE
BNP Paribas
Professeur associé à Paris II

« L'université Panthéon Assas (Paris II) Droit - Economie - Sciences sociales, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires de fin d'études ; ces opinions devront être considérées comme propres à leurs auteurs. »

ABREVIATIONS

ATS : *Alternative Trading System*

AMF : Autorité des Marchés Financiers

CECEI : Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement

CERVM : Comité Européen des Régulateurs des marchés de Valeurs Mobilières (CESR)

CESR : *Committee of European Securities Regulators* (CERVM)

CEVM : Comité Européen des Valeurs Mobilières

CMF : Code Monétaire et Financier

DSI : Directive Service d'Investissement

FSA : *Financial Services Administration* (Autorité des Marchés Financiers anglaise)

MIF : Marché d'Investissements Financiers

MTF : *Multilateral Trading Facilities* (Plateforme multilatérale de négociations)

OPCVM : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

OTC : *Over The Counter* (de gré à gré)

PASF : Plan d'Action pour les Services Financiers

PSI : Prestataire de Services d'Investissements

RTO : Réception et Transmission d'Ordres

UE : Union Européenne

VWAP : *Volume Weighted Average Price*

SOMMAIRE

INTRODUCTION	p. 7
<u>PREMIERE PARTIE :</u>	
<u>L'ELEMENT CLEF D'UN NOUVEAU MODELE DE MARCHE</u>	p. 11
CHAPITRE 1. DE L'OBLIGATION DE CONCENTRATION A CELLE DE MEILLEURE EXECUTION	p. 11
Section 1. Une vraie fausse nouveauté	p. 11
<i>Paragraphe 1. Le contexte de l'obligation de meilleure exécution</i>	p. 11
<i>Paragraphe 2. L'obligation de concentration, une forme de meilleure exécution ?</i>	p. 12
1. <i>Concentration et meilleure exécution : un objectif commun</i>	
2. <i>La convergence de l'obligation de concentration</i>	
Section 2. Un moyen de protection nécessaire : les raisons de l'obligation	p. 14
<i>Paragraphe 1. La protection des investisseurs et du marché</i>	p. 15
1. <i>Vers l'égalité du rapport de force entre client et intermédiaire</i>	
2. <i>De l'utilité de l'obligation de meilleure exécution</i>	
<i>Paragraphe 2. La protection du processus de formation du prix</i>	p. 17
CHAPITRE 2. UN NOUVEAU DISPOSITIF COMPLET ET COMPLEXE	p. 18
Section 1. Le principe	p. 18
<i>Paragraphe 1. Le prix</i>	p. 19
<i>Paragraphe 2. Les coûts</i>	p. 19
<i>Paragraphe 3. La rapidité et la sécurité</i>	p. 20
<i>Paragraphe 4. La taille et la nature de l'ordre</i>	p. 21
<i>Paragraphe 5. Les autres considérations</i>	p. 21

Section 2. La politique d'exécution des ordres	p. 22
<i>Paragraphe 1. Une double obligation</i>	p. 22
<i>Paragraphe 2. La pondération des critères</i>	p. 23
1. <i>La régularité et l'approche ponctuelle</i>	
2. <i>Pondération et instructions spécifiques</i>	
Section 3. L'information du client	p. 25
<i>Paragraphe 1. La nature de l'information</i>	p. 25
<i>Paragraphe 2. La nécessité de l'accord des clients</i>	p. 25
<i>Paragraphe 3. L'obligation de démontrer aux clients le respect de l'obligation</i>	p. 26
Section 4. Le cas particulier des clients de détail	p. 26
<i>Paragraphe 1. Une pondération prédéfinie des critères</i>	p. 27
<i>Paragraphe 2. Une information renforcée sur la politique d'exécution</i>	p. 27
Conclusion de la première partie	p. 28
<u>DEUXIEME PARTIE :</u>	
<u>UN NOUVEAU MODELE COMPLEXE A METTRE EN ŒUVRE</u>	p. 31
CHAPITRE 1. LE CHANTIER DE LA MISE EN ŒUVRE	p. 31
Section 1. Le champ d'application de l'obligation	p. 31
<i>Paragraphe 1. Typologie des clients : un ménage à trois</i>	p. 31
<i>Paragraphe 2. Quelles entreprises d'investissement ?</i>	p. 34
1. <i>Le cas de la gestion de portefeuille et de la réception/transmission d'ordres</i>	
2. <i>La responsabilité des gestionnaires de portefeuille et RTO, une question critique</i>	
<i>Paragraphe 3. Quels clients ?</i>	p. 36
<i>Paragraphe 4. Quels instruments ?</i>	p. 37

Section 2. Une évaluation difficile	p. 38
<i>Paragraphe 1. Le recours nécessaire au benchmark</i>	p. 38
<i>Paragraphe 2. Un benchmark difficile à établir</i>	p. 39
Section 3. Contrôle et sanction de l'obligation	p. 40
<i>Paragraphe 1. Satisfaire à l'obligation de façon raisonnable : une obligation de moyens</i>	p. 40
<i>Paragraphe 2. Le difficile contrôle</i>	p. 40
<i>Paragraphe 3. Les sanctions envisageables</i>	p. 41
 CHAPITRE 2. APPROCHE CRITIQUE DE L'OBLIGATION DE MEILLEURE EXECUTION	 p. 42
 Section 1. Une obligation coûteuse	 p. 42
<i>Paragraphe 1. Le coût : un obstacle possible à l'établissement d'une vraie concurrence</i>	p. 42
1. <i>Des dépenses élevées</i>	
2. <i>Un obstacle potentiel</i>	
<i>Paragraphe 2. L'hétérogénéité des effets de l'obligation de meilleure exécution entre pays de l'UE</i>	p. 44
 Section 2. Splendeurs et misères du processus Lamfalussy	 p. 44
<i>Paragraphe 1. Les bienfaits de la consultation</i>	p. 45
<i>Paragraphe 2. Un avenir à écrire</i>	p. 45
1. <i>Le CESR au cœur de l'action</i>	
2. <i>La suite des travaux</i>	

INTRODUCTION

" Le Régent, au sortir d'un souper, avait accordé à M. le prince de Carignan le droit d'établir en son hôtel un colossal office d'agent de change. La rue Quincampoix chancela un instant sur la base vermoulue de ses bicoques. On disait que M. de Carignan avait le droit d'empêcher tout transport d'actions signées ailleurs que chez lui. Gonzague fut jaloux. Pour le consoler, au sortir d'un autre souper, le Régent lui accorda, pour l'hôtel de Gonzague, le monopole des échanges d'actions contre marchandises. C'était un cadeau étourdissant. Il y avait là-dedans des montagnes d'or ".¹ Dès le début du XVIIIème siècle, l'agent de change², aujourd'hui entreprise d'investissement, est un élément clef du système financier. Qu'il soit mandataire ou commissionnaire, c'est par son intervention que l'on peut réaliser des opérations portant sur des instruments financiers. Aujourd'hui il s'agit même d'une obligation puisque l'article L. 421-6 du Code Monétaire et Financier impose à quelques exceptions près une obligation d'intermédiation. Pourtant, au-delà de cette obligation, les mots de Féval traduisent une autre réalité relative à l'organisation des marchés : l'absence de concentration des ordres. A cette époque la rue Quincampoix qui faisait office de bourse est le théâtre de formidables spéculations rendues possibles par Law. L'écossais arrivé en France en 1714 convainc la régence³ de l'efficacité de son système, il recommande l'usage de la monnaie papier en lieu et place de la monnaie métal afin de favoriser sa circulation. Ce système allait conduire à l'une des premières grandes spéculations modernes puis disparaître en entraînant la faillite du royaume dans son sillage. Revenons un instant sur ce qu'était le système Law.

Le 2 mai 1716, Law est autorisé par édit à créer une banque privée, sur le modèle de la banque d'Angleterre, qui prend le nom de Banque générale, située rue Quincampoix à Paris. Son capital s'élève alors à 6 millions de livres, réparti en 1200 actions, payables pour un quart en espèces et pour le reste en papiers d'État. La banque connaît un succès immédiat. Le 10 avril 1717, un nouvel édit élargit les privilèges de la banque : les billets qu'elle émet, convertibles en or, peuvent être reçus en paiement des impôts.

Le 23 août 1717, Law obtient la rétrocession des privilèges de la Compagnie de Louisiane, cédée par le financier Antoine Crozat pour acquitter une dette vis-à-vis de l'État. Le 6 septembre, Law crée la Compagnie d'Occident, pour les colonies françaises d'Amérique et du

¹ PAUL FEVAL, *Le Bossu*.

² Le statut d'agent de change a disparu en 1989 en France.

³ Louis XIV meurt en 1714, Louis XV étant encore enfant le duc d'Orléans s'empare de la régence.

Sénégal, rapidement surnommée la Compagnie du Mississippi. Dès lors, il détient le monopole commercial de la Louisiane pour vingt-cinq ans, avec l'objectif de peupler la colonie de 6 000 Blancs et de 3 000 Noirs en dix ans, pour concurrencer l'Espagne et l'Angleterre. Son capital s'élève à 100 millions de livres, réparti en 200 000 actions payables en papier d'État, comportant 4 % de dividendes. C'est un succès. Mais Law entend faire de ses deux établissements des institutions publiques. Dans son esprit, les deux sont liés : il s'agit d'attirer l'encours métallique circulant dans le royaume, pour écouler en remplacement du papier-monnaie, gagé sur la puissance économique de la France. Selon Law, cette dernière est virtuellement illimitée : elle est assise sur l'exploitation des colonies françaises. Si le Régent est gagné à ces théories, elles ne rencontrent que peu d'appui ailleurs. Seuls l'abbé Dubois et le duc de Saint-Simon en sont partisans.

La Banque générale devient Banque royale le 4 décembre 1718, les billets de banque devenant ainsi garantis par le roi. En 1719, la compagnie absorbe la Compagnie française des Indes orientales, la Compagnie de Chine et d'autres sociétés commerciales rivales. Elle devient ainsi la compagnie perpétuelle des Indes. Law obtient en sus la ferme du tabac et rachète de force la ferme des impôts indirects aux frères Pâris. En juillet 1719, la compagnie reçoit le monopole d'émission de la monnaie en France. En octobre, enfin, elle reçoit les recettes générales.

Les institutions de Law ont désormais la mainmise sur l'ensemble du commerce extérieur et du système fiscal de la France. Les actions de la compagnie permettent de rembourser les dettes de l'État. Law espère alors qu'un meilleur contrôle du système et une meilleure gestion permettront de substantiels profits. En outre, la compagnie prête 1,2 milliard de livres à ce dernier, au taux de 3 %. Un second prêt de 200 millions sert au remboursement des offices dits « inutiles ». Ces prêts entraînent des augmentations successives de capital, laissant ainsi libre cours à la spéculation⁴.

En 1720, la banque et la compagnie fusionnent. Law, converti au catholicisme, est nommé contrôleur général des finances le 5 janvier dans le but d'attirer les capitaux. La situation s'emballe : pour briser la traditionnelle thésaurisation française de l'or et de l'argent, Law interdit la possession de plus de 500 livres de métaux précieux par foyer, sous peine de confiscation et d'amende. Une récompense est promise aux dénonciateurs, et des perquisitions ont lieu, même chez les ecclésiastiques. Le 11 mars, pour décourager le public de la monnaie métallique, il suspend la valeur libératoire de l'or, à dater du 31 décembre. Alors que l'opinion

⁴ EDGAR FAURE, *La Banqueroute de Law, 17 juillet 1720*, Gallimard, coll. « Trente journées qui ont fait la France », 1977

publique gronde, il fait arrêter les « semeurs de faux bruits », qui sont déportés aux colonies, ce qui crée un scandale.

Parallèlement, la propagande orchestrée par Law sur l'Eldorado de la Louisiane ne trouve plus preneur. Les grands, comme le prince de Conti ou le duc de Bourbon, viennent en personne retirer de l'or au siège de la banque, rue Quicampoix, ce qui entraîne des émeutes. Le cours des actions chute, sans que Law parvienne à le contrôler. Le 17 juillet, 17 morts sont ramassés suite aux émeutes rue Quicampoix. Le 21 juillet, un arrêt institue une semi-banqueroute. Le Parlement, qui tente de résister, est exilé à Pontoise. Ceci précipite la chute du système, qui est supprimé par paliers en septembre et octobre. Le 10 octobre, on annonce la suspension des billets de banque à partir du 1^{er} novembre.

Le système de Law n'est plus. Law lui-même, qui a démissionné du contrôle général, s'enfuit de Paris le 14 décembre, avant de s'exiler à Venise. Il est remplacé par Le Peletier de La Houssaye. C'est l'heure de la liquidation. Si c'est un échec il n'en demeure pas moins qu'il aura eu le mérite d'initier les français à la spéculation. La population concernée par le système de Law est estimée à 2 millions de personnes, soit 10 % de la population.

Ce rappel historique qui ne relève pas seulement de l'anecdote permet de comprendre les édits du roi de 1721 qui créent une bourse unique, à la criée et caractérisée par un monopole des agents de change. En effet, la banqueroute du royaume conduit directement au passage à la cotation dirigée par les ordres. Jusqu'à cette date, et c'est bien ce qu'illustre le fonctionnement du système Law, c'est la cotation dirigée par les prix qui prévaut. Ce grand choc va installer durablement en France la cotation latine. S'il fallait comparer ce mode de cotation alors ce serait au théâtre classique auquel il emprunte les règles d'unité de temps, de lieu et d'action. Toutes les offres et toutes les demandes relatives à une même valeur sont confrontées au même moment en un seul endroit afin d'obtenir un prix. La règle de concentration des ordres allait garantir un prix unique synonyme de prix juste au sens économique.

A côté de cette organisation s'est développée la cotation anglo-saxonne. Celle-ci étant dirigée non pas par les prix mais par les ordres, il en résulte une multiplicité de prix à un même moment pour un même bien.

C'est toute cette tradition héritée de l'ancien régime que la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil va remettre en cause. La directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF) vise une nouvelle organisation des marchés⁵, mesure centrale du Plan d'Action pour les Services Financiers (PASF), elle a pour objectif l'intégration du

⁵ MICHEL PRADA, « Une nouvelle organisation des marchés : les enjeux de la Directive MIF », Revue d'économie financière, 2005 p. 41.

marché européen avec la mise en concurrence des différents marchés. En cela elle pose les fondements nécessaires à la création d'une infrastructure de négociation intégrée et concurrentielle. La directive sur les services d'investissements (DSI) de 1993 avait instaurée le passeport européen pour les entreprises d'investissement, celle de 2004 met en concurrence les marchés⁶. Ainsi le marché français a perdu son monopole national et territorial à la suite de la directive de 1993 et de la loi de transposition de 1996. Pour autant, les marchés réglementés avaient conservé un monopole en France qui n'était plus territorial mais matériel : les titres référencés par un marché réglementé ne pouvant être négociés que sur et par ce marché puisque demeurait le principe de concentration de ordres. L'objectif de la directive MIF n'était pas compatible avec le maintien d'une telle obligation qui déjà dans la directive de 1993 n'était plus qu'optionnelle⁷. Mettre en concurrence marchés réglementés, plateformes multilatérales de négociations (MTF) et internalisateurs systématiques impliquait cette disparition mais rendait nécessaire l'instauration de moyens propres à assurer l'intégrité et l'efficience du marché. Outre les obligations de transparence pré et post négociations, la directive MIF allait introduire à cet effet l'obligation de meilleure exécution des ordres, traduction de l'expression anglaise « *best execution* ». Connue en droit anglais et américain, cette notion est plus étrangère à notre droit, sa définition paraissant même de prime abord insaisissable. Il faut donc examiner ce qui justifie cette obligation, ce en quoi elle consiste et ce qu'elle apporte aux marchés. L'obligation de meilleure exécution s'impose comme l'élément clef d'un nouveau modèle de marché (première partie), toutefois sa mise en œuvre révèle la complexité de la notion (deuxième partie).

⁶ JEAN JACQUES DAIGRE, « *De la directive 1993 à celle de 2004 : d'un modèle de marché à un autre* », Banque & Droit, juillet-août 2005, n° 102 p. 7.

⁷ Six États l'avaient conservée : l'Espagne, l'Italie, la Belgique, la Finlande, la Norvège et la France.

PREMIERE PARTIE :

L'ELEMENT CLEF D'UN NOUVEAU MODELE DE MARCHE

La disparition de l'obligation de concentration imposant la substitution d'un mécanisme susceptible de protéger les intérêts des investisseurs, celui-ci prend la forme de l'obligation de meilleure exécution (chapitre 1). La directive MIF a donc introduit un dispositif nouveau aussi complet que complexe (chapitre 2).

CHAPITRE 1. DE L'OBLIGATION DE CONCENTRATION A CELLE DE MEILLEURE EXECUTION

L'examen du contexte de l'obligation et de ses traits communs avec l'obligation de concentration autorise à voir en elle une vraie fausse nouveauté (section 1), cela d'autant plus que les deux obligations poursuivent intrinsèquement le même objectif de protection (section 2).

Section 1. Une vraie fausse nouveauté

L'obligation de meilleure exécution est au cœur de la directive MIF (paragraphe 1) en cela elle porte les traces de la volonté nouvelle de concurrence des marchés. Si l'objectif est nouveau, l'obligation substituée ressemble fort à l'ancienne (paragraphe 2).

Paragraphe 1. Le contexte de l'obligation de meilleure exécution

L'obligation de meilleure exécution ne peut être examinée et comprise que si elle est replacée dans son contexte, c'est-à-dire la directive MIF. Cette directive se concentre sur trois domaines, elle définit les conditions dans lesquelles les entreprises d'investissement peuvent obtenir leur agrément et exercer leur activité, elle encadre le fonctionnement des marchés réglementés et s'attelle au renforcement de la coopération entre autorités. Au-delà de ces éléments techniques, le véritable objectif de la Commission est d'aboutir à un marché unique dans lequel les investisseurs ont confiance car il présente une infrastructure efficiente et transparente. L'obligation qui fait l'objet de ce mémoire est au cœur de ces préoccupations, elle en est à la fois moyen et condition nécessaire à la réalisation de l'objectif.

La directive MIF innove en matière de services et d'instruments financiers. Ainsi elle ajoute le conseil en investissement ou la gestion de MTF à la liste des services qui peuvent bénéficier d'un passeport européen. Mais surtout la notion de marché est redéfinie puisqu'elle comprend les trois principaux régimes d'exécution des ordres : marchés réglementés, plateformes multilatérales de négociation (MTF) et internalisation. L'objectif est l'établissement d'une saine concurrence entre ces trois modes de négociation. Comme l'ont souligné des auteurs⁸, l'unification des législations des pays membres⁹ n'était pas possible à partir des législations locales car cela aurait nécessairement impliqué de favoriser un modèle par rapport à un autre. Plus expérimentale et consensuelle, la Commission a choisi de faire table rase du passé et de laisser toutes les initiatives possibles voir le jour afin de déterminer le ou les systèmes qui l'emporteront, c'est-à-dire les systèmes qui seront sélectionnés par les clients parce qu'ils apporteront le meilleur service. Ce système n'est possible qu'avec des conditions de concurrence parfaite et donc en s'assurant que l'intermédiaire choisira toujours le mode de négociation le plus favorable au client, c'est-à-dire en s'assurant que l'entreprise d'investissement prend toutes les mesures lors de l'exécution de l'ordre afin d'obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients, respectant ainsi l'obligation de meilleure exécution¹⁰. Il s'agit d'une petite révolution en France.

Paragraphe 2. L'obligation de concentration, une forme de meilleure exécution ?

Cependant on pourrait soutenir que l'obligation de meilleure exécution n'est pas une vraie nouveauté en France. Pour encore peu de temps, l'article L. 421-12 du Code monétaire et financier impose l'obligation de concentration des ordres. Celle-ci, tout en présentant un objectif commun (1.) avec l'obligation de meilleure exécution, faisait déjà l'objet d'exceptions (2.) qui font de la disparition de l'obligation une demi-révolution.

1. Concentration et meilleure exécution : un objectif commun

L'obligation de meilleure exécution n'est pas une nouveauté en Angleterre. En France, il s'agit plus d'une évolution que d'une innovation. En effet, l'article du Code monétaire et

⁸ OLIVIER MITTELETTE, JEAN PIERRE PINATTON, « *La best exécution* », Banque & Droit n° 102 juillet-août 2005 p. 22.

⁹ En réalité le PASF concerne 27 législations : les 25 ainsi que la Norvège et l'Islande.

¹⁰ Article 21 directive 2004/39/CE.

financier¹¹ qui prévoit la règle de concentration des ordres impose que les ordres reçus des clients soient placés sur le carnet d'ordres central d'Euronext¹². En d'autres termes, l'intermédiaire a l'obligation, dès la réception de l'ordre, de produire celui-ci sur le marché en suivant les indications données par le client. Ce faisant, il ne doit pas manœuvrer en vue de tirer profit de l'ordre au détriment du client. L'association actuelle des règles de concentration des ordres et de bonne conduite des entreprises d'investissement ressemble fort à l'obligation de meilleure exécution, à ceci près qu'il n'existe qu'un seul lieu d'exécution.

Il est donc légitime de soutenir qu'une forme d'obligation de meilleure exécution existe déjà en France avant la transposition complète de la directive MIF. Et cela d'autant plus qu'obligation de concentration et meilleure exécution poursuivent un objectif commun : en toute hypothèse il s'agit d'assurer la protection du client. Cette communauté de vue est limpide à l'épreuve des faits, la concentration a été introduite pour restaurer la confiance perdue après la faillite du système Law, l'obligation de meilleure exécution est contenue dans une Directive dont les considérants deux et cinq font référence respectivement à la recherche d'un « niveau élevé de protection »¹³ pour les investisseurs et à la garantie d'une « grande qualité d'exécution »¹⁴ des ordres émis par ces derniers. Le contexte du marché évolue¹⁵, l'objectif demeure.

2. La convergence de l'obligation de concentration

Si les termes sont différents, nous l'avons démontré, les concepts ne sont pas si éloignés qu'il y paraît. Ainsi, la France connaît déjà une forme d'obligation de meilleure exécution, celle-ci concerne les sociétés de gestion de portefeuille. L'article 322-49 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) prévoit déjà en son alinéa premier que « La société de gestion de portefeuille doit obtenir la meilleure exécution possible des ordres. ». Nous le verrons plus loin cette obligation concernant les sociétés de gestion de portefeuilles existe également sous l'empire du projet de Directive de niveau 2 portant exécution de la directive 2004/39/CE¹⁶.

¹¹ L. 421-12 du Code monétaire et financier.

¹² Euronext France est l'entreprise de marché.

¹³ Considérant 2 directive 2004/39/CE.

¹⁴ Considérant 5 directive 2004/39/CE.

¹⁵ Changement qui consiste en la mise en concurrence des modes d'exécutions

¹⁶ L'article 45 du projet prévoit l'application de l'article 21 de la directive MIF aux sociétés de gestion de portefeuilles. Ce projet a été publié le 6 février 2006.

Le droit français actuel n'est donc pas totalement hermétique à l'obligation de meilleure exécution. Cela est d'autant plus vrai que l'obligation de l'article L. 421-12 connaissait déjà des exceptions. Le régime optionnel de la directive 93/22 choisi par la France impose au prestataire de services d'investissements (PSI) d'exécuter l'ordre sur un marché réglementé, toutes les opérations impliquant un intermédiaire étant concernées. Les assujettis sont les PSI français ou étrangers exerçant en libre prestation de service (LPS) ou sous forme d'une succursale et intervenant sur des instruments admis aux négociations sur un marché réglementé français, l'investisseur étant résident français. Les conditions d'application de l'obligation de concentration sont donc nombreuses, ce qui laisse apercevoir l'existence de transactions nombreuses déjà effectuées sans obligation de concentration.

La disparition de l'obligation de concentration au profit de la règle de meilleure exécution est d'autant moins importante qu'outre ces conditions strictes il existait déjà des dérogations. L'alinéa deux de l'article L. 421-12 du Code monétaire et financier vise le règlement général de l'AMF et prévoit *in fine* le cas des conventions complexes. C'est ainsi qu'en application du règlement général de l'AMF¹⁷ les opérations dépassant un certain montant bénéficient d'une dérogation¹⁸. De la même manière les conventions complexes, c'est-à-dire les transactions qui sont incluses dans une convention autre qu'une vente pure et simple et en constituent un élément nécessaire, bénéficient d'une dérogation. En d'autres termes sont visées les opérations où le prix des titres tient compte d'autres éléments extérieurs. Cette exception qui existe depuis 1964 appartient véritablement à l'investisseur puisque que c'est lui qui décide de qualifier l'opération. Il semble bien que l'investisseur français pouvait avant même la transposition de la directive MIF s'extraire de l'obligation de concentration. Dès lors, il convient de s'interroger sur les raisons de cette suppression et donc sur celles qui ont conduit à l'introduction de l'obligation de meilleure exécution.

Section 2. Un moyen de protection nécessaire : les raisons de l'obligation

La mise en concurrence des modes de négociation est synonyme de nouveaux risques potentiels. La fragmentation de la liquidité par la dégradation de l'efficacité du processus de formation du prix et l'accès dégradé des investisseurs à l'information, l'accroissement des risques de conflits d'intérêts chez les prestataires et une plus difficile surveillance du marché

¹⁷ Texte introduit dans le règlement CMF par l'arrêté du 8 décembre 1998.

¹⁸ Pour les titres de capital représentant plus de 7,5 millions d'euros ou 5% de la capitalisation boursière. Pour les titres de créance dont le montant est supérieur à 30 000 euros.

par les autorités ¹⁹ sont autant de raisons qui ont conduit à l'instauration de garde-fous. Le premier d'entre eux est la règle de meilleure exécution. Celle-ci offre l'avantage de la protection des clients tout en assurant le succès des nouveaux entrants - MTF et internalisateurs - (paragraphe 1), c'est également le moyen d'assurer la qualité du processus de formation du prix (paragraphe 2).

Paragraphe 1. La protection des investisseurs et du marché

Adoptant une approche résolument consumériste, la directive entend rétablir grâce à l'obligation de meilleure exécution un rapport de force plus équilibré entre le client et son prestataire (1.). Au delà de cet objectif, la question de l'utilité de l'obligation mérite d'être soulevée (2.).

1. Vers l'égalité du rapport de force entre client et intermédiaire

La Commission a fait le choix de la multiplicité des moyens d'exécution pour laisser éclore le meilleur système. Si l'idée est séduisante elle crée cependant un déséquilibre dans le rapport de force entre clients et intermédiaires. En réalité la directive MIF poursuit deux objectifs qui peuvent sembler contradictoires : elle établit une concurrence intrinsèquement favorable aux investisseurs ; dans le même temps, la multiplication des modes d'exécution représente un danger pour l'investisseur qui aura du mal à jongler entre marchés réglementés (ou plutôt agréés²⁰), MTF et internalisateurs. D'une manière générale les intermédiaires sont avantagés par rapport à leurs clients, qui sont souvent entre leurs mains. Or la directive MIF comportait le risque de l'accroissement de ce déséquilibre. La réponse des autorités communautaires à cette situation a donc été l'obligation de meilleure exécution. Celle-ci assure la protection des investisseurs par un mécanisme que nous développerons dans le prochain chapitre, de sorte que la confiance dans les marchés demeure.

¹⁹ Difficulté soulevée par Françoise BUISSON, adjointe au Chef du service des Affaires Internationales de l'AMF lors de la conférence FBF-AFEI du 7 mars 2006.

²⁰ Il ne faudrait plus parler de « marchés réglementés » dans la mesure où tous les systèmes le sont désormais, en revanche ce qui les distingue encore est l'agrément donné une autorité.

2. De l'utilité de l'obligation de meilleure exécution

Si l'obligation de meilleure exécution est un moyen de protection des clients investisseurs, on peut légitimement s'interroger sur la réelle nécessité d'une telle obligation. Il est possible de démontrer que la concurrence entre les intermédiaires les conduirait automatiquement à tout mettre en œuvre pour fournir le meilleur service possible au client. Pourquoi alors imposer cette obligation dans la directive²¹ ? En réalité la thèse de l'inutilité doit être écartée en raison de la nature des informations relatives à l'exécution.

Il existe par définition une inégalité devant l'information entre le client et l'intermédiaire. Le client n'a pas les moyens de contrôler si l'intermédiaire exécute ses ordres au mieux de ses intérêts dans la mesure où il n'a pas accès aux éléments permettant d'évaluer cette exécution. Quand bien même le client y aurait accès se poserait la question de l'aptitude de ce dernier à comprendre l'information. Il n'aurait ni le temps ni les compétences permettant de mener une étude comparative des différents moyens d'exécution. L'obligation de meilleure exécution est d'autant plus nécessaire que la multiplication des marchés pourrait inciter les intermédiaires à négliger les intérêts du client sans que cela ait de conséquence visible. Ces raisons illustrent le rôle de protection du client, proche du droit de la consommation par certains aspects, joué par l'obligation de meilleure exécution.

Mais il existe d'autres raisons qui ont convaincu la Commission de l'utilité de l'obligation²². La directive MIF établit un système où cohabitent et se concurrencent plusieurs modes de négociation. La Commission entend ainsi réduire le coût de négociation des instruments financiers pour améliorer l'efficacité des marchés européens. Toutefois le succès des nouveaux modes de négociation est difficile à garantir alors même qu'ils fourniraient de meilleurs services. L'obligation de meilleure exécution imposant le choix du système qui offre les meilleurs résultats dans la durée, les intermédiaires seront conduits à choisir ces systèmes. Au moins ne les ignoreront-ils pas. L'obligation de meilleure exécution devient un moyen d'assurer le succès des meilleurs même si ce sont de nouveaux entrants sur le marché. Finalement, au delà de la classique et évidente protection des clients, on découvre l'obligation de meilleure exécution comme moyen d'assurer le succès des petits MTF et internalisateurs. Si la concurrence est au cœur de la directive, l'obligation de meilleure exécution en est bien l'élément clef.

²¹ Article 21 et Considérant 33 de la directive 2004/39/CE.

²² Ces raisons sont développées dans un document publié par la Commission le 6 février 2006 intitulé « *Frequently Asked Questions on MiFID: Draft implementing "level 2" measures* »

Paragraphe 2. La protection du processus de formation du prix

Comme l'a souligné un auteur²³, la directive de 1993 est restée muette sur la question du prix. Le système de détermination du prix n'était pas envisagé par le texte européen, le choix entre un modèle gouverné par les prix ou un modèle gouverné par les ordres étant abandonné à la liberté de l'entreprise de marché. Le modèle de la directive de 2004 est plus précis mais celle-ci ne choisit pas pour autant un modèle de marché. Devant cette diversité, il convenait de mettre en place un moyen propre à assurer la qualité du processus de formation du prix.

Les théories de droit économique définissent le prix juste comme celui dégagé par un marché fonctionnant dans des conditions pures et parfaites de concurrence. Ces conditions tiennent à l'atomicité des acteurs, à l'homogénéité des produits, à la transparence de l'information et à la liberté d'entrer sur le marché²⁴. Tous ces éléments étaient réunis sauf la mobilité d'établissement c'est-à-dire la facilité d'entrer sur le marché. La contrainte liée au poids des infrastructures techniques dans l'accès aux marchés a été réduite par le développement des MTF de sorte qu'aujourd'hui la concurrence est possible. Cette concurrence souhaitée par la Commission et finalement introduite par la directive MIF comporte un risque essentiel : la multiplicité des modes de négociation peut aboutir à une fragmentation du marché global et à une liquidité finalement moindre, ce qui aurait un impact sur la représentativité du prix. En d'autres termes, le prix ne serait plus juste au sens économique²⁵. L'obligation de meilleure exécution est un des moyens²⁶ de limiter ce risque. Ainsi, nonobstant la possible fragmentation du marché, la qualité du processus de formation du prix réalisée par la confrontation d'un grand nombre d'ordres est préservée. La règle de meilleure exécution s'impose comme élément essentiel de l'efficacité des marchés²⁷.

²³ J.J. DAIGRE, « *De la directive de 1993 à celle de 2004 : d'un modèle de marché à un autre* », Banque & Droit juillet-août 2005 n° 102 p. 7.

²⁴ PHILIPPE GOUTAY, « *La fin du principe de concentration des ordres* », Banque magazine février 2003 n° 644 p. 28.

²⁵ L'exemple américain a montré, il y a une dizaine d'années, les effets négatifs d'une fragmentation non organisée du marché par la création d'un certain nombre de plateformes de négociations opérant en autarcie. Cela a abouti à une très faible liquidité et au constat de disparités de prix importantes.

²⁶ A côté de l'obligation de meilleure exécution existent les règles de transparence.

²⁷ Pour plus de précisions sur la notion de marché efficient : XAVIER TESSIER, « *Les conditions d'un marché efficient et intègre* », Banque magazine, février 2003 n° 644 p. 24.

CHAPITRE 2. UN NOUVEAU DISPOSITIF COMPLET ET COMPLEXE

S'interroger sur ce que les anglais nomment « *best execution* » impose naturellement d'en présenter les modalités. La directive MIF précise le dispositif de l'obligation de meilleure exécution à l'article 21, celui-ci est éclairé par le considérant 33. Le texte du 21 avril 2004 s'inscrivant dans la cadre du processus Lamfalussy, il doit être complété par une directive de niveau 2. Le projet de directive d'application qui a été publié le 6 février 2006 vient justement compléter le dispositif par trois articles et neuf considérants²⁸. La combinaison de ces textes permet une approche plus précise du principe (section 1) et de ses pendants que sont la politique d'exécution (section 2) et l'information du client (section 3). Pour être tout à fait complet, il convient de revenir sur une hypothèse où ces trois éléments sont appliqués différemment, celle du client de détail (section 4).

Section 1. Le principe

Le Considérant 33 de la directive souligne la nécessité « d'imposer aux entreprises d'investissement une obligation effective d'exécution au mieux, afin d'assurer qu'elles exécutent les ordres des clients dans les conditions qui leur sont les plus favorables. » Ce qui semble être une déclaration de principe trouve écho à l'article 21 qui met en place un véritable dispositif. S'il est complexe le dispositif peut toutefois être résumé en une phrase : prendre toutes les mesures raisonnables pour fournir au client le meilleur résultat possible lors de l'exécution des ordres. Une telle obligation impose la mise en œuvre de critères permettant de mesurer la qualité de l'exécution. La directive en donne une liste à l'article 21 paragraphe 1. L'appréciation du respect de l'obligation repose donc sur une comparaison « multicritères » des conditions d'exécution.

Il est possible de distinguer cinq grandes catégories de critères : le prix (paragraphe 1), le coût (paragraphe 2), la rapidité et la sécurité (paragraphe 3), la taille et la nature de l'ordre (paragraphe 4), toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre (paragraphe 5). Il convient d'ajouter à ces critères la prise en compte des instructions spécifiques du client mais seulement pour ce qu'elles couvrent²⁹.

²⁸ Articles 44 à 46 et considérants 56 à 64 du projet de directive de la Commission portant mesure d'exécution de la Directive 2004/39/CE.

²⁹ Considérant 57 du projet de directive de niveau 2.

Paragraphe 1. Le prix

Ce critère est le plus évident et le plus simple à mettre en œuvre : l'entreprise d'investissement doit logiquement s'orienter vers le mode de négociation qui offre le cours le plus intéressant pour le client. Dans l'hypothèse d'un ordre d'achat, l'intermédiaire devra privilégier le prix le plus faible, dans celle d'une vente c'est le cours le plus élevé qui devra être choisi. Bien entendu ce critère ne doit pas guider seul le choix du mode d'exécution puisque le propre de l'approche multicritères est justement la combinaison de multiples critères. Toutefois le prix et le coût prennent une importance particulière lorsque l'entreprise d'investissement exécute un ordre au nom d'un client de détail. Dans cette hypothèse le meilleur résultat possible est déterminé sur la base du prix total représentant le prix de l'instrument financier et les coûts liés à l'exécution³⁰. Le Considérant 60 du projet de directive d'application prévoit la priorité de ces deux critères sur ceux relatifs à la rapidité ou à la probabilité de l'exécution. Toutefois ces critères ne sont pas totalement écartés s'ils « influent de manière déterminante sur l'obtention du meilleur résultat possible pour le client de détail »³¹.

Paragraphe 2. Les coûts

Pour le client de détail, il s'agit d'un critère central puisqu'il traduit le coût final supporté par le client au titre de l'opération d'achat ou de vente. Cette notion englobe, outre le prix auquel s'effectuent les transactions sur le marché, la rémunération perçue par l'intermédiaire au titre des transactions effectuées sur le marché pour le compte du client. L'introduction de la rémunération perçue par l'intermédiaire comportait le risque que les entreprises d'investissement modifient leurs frais en fonction des modes d'exécution. Cela aurait fortement entravé la concurrence entre les différents modes de négociations. Ce danger explique la présence de l'article 44 paragraphe 4 du projet de Directive d'application. Si ce projet est adopté sans modification, les Etats membres devront veiller à ce que les entreprises d'investissement n'introduisent pas de structures de coût entraînant « une discrimination inéquitable entre les lieux d'exécution »³².

³⁰ Article 44 paragraphe 3 et Considérant 60 du projet de directive de niveau 2.

³¹ Considérant 60 du projet de directive de niveau 2.

³² Article 44 paragraphe 4 du projet de Directive de niveau 2.

La notion de coût pour le client englobe également les frais de place, à savoir les droits payés par l'intermédiaire aux entreprises de marché, chambres de compensation et systèmes de règlement livraison à l'occasion des transactions effectuées sur les marchés. Ces frais de place soulèvent une interrogation, l'intermédiaire doit-il spécifier leur montant dans l'avis d'opéré adressé au client ? Selon deux auteurs³³ il semble inadapté d'obliger l'intermédiaire à spécifier dans l'avis d'opérer le montant des frais de place. La raison en serait qu'à la différence des frais de courtage, ces frais de place ne sont pas payés par le client mais par l'intermédiaire. La répercussion de ceux-ci aux clients relève donc de la politique commerciale de l'intermédiaire qui doit pouvoir ne pas la dévoiler. Le projet de directive d'application étant demeuré muet sur ce point, on ne peut qu'adhérer à cette position.

Il ne faudrait pas penser que la directive MIF fait reposer l'obligation de meilleure exécution sur de seuls critères monétaires, la rapidité et la sécurité étant également prises en compte.

Paragraphe 3. La rapidité et la sécurité

Il faut entendre la rapidité comme l'exécution rapide par l'intermédiaire de l'ordre d'achat ou de vente et la sécurité comme la probabilité de l'exécution et du règlement des transactions. La notion de rapidité est liée à la notion de liquidité c'est-à-dire « la capacité d'un système d'exécution des ordres à permettre aux offres et aux demandes portant sur des instruments financiers de trouver leurs contreparties aux cours affichés par ce système d'exécution »³⁴. Plus un système d'exécution des ordres est liquide, plus les ordres peuvent être exécutés rapidement. La notion de sécurité renvoie quant à elle à l'existence d'une garantie de bonne fin des opérations, c'est-à-dire la certitude d'une exécution effective des transactions effectuées sur les marchés et l'assurance que les transactions effectuées feront bien l'objet d'un règlement livraison entre le vendeur et l'acheteur.

Ainsi définis les critères de rapidité et de sécurité semblent défavorables à la naissance de nouveaux modes de négociations à côté des marchés réglementés. Les MTF et internalisateurs sont peu nombreux et sont moins liquides que les marchés réglementés sur les principales valeurs admises aux négociations. Le critère de rapidité privilégie les marchés réglementés. Cette inquiétude doit être écartée car la directive vise justement le développement de ces modes de négociation, le désavantage des MTF et des systèmes d'internalisation va

³³ JEAN PIERRE PINATTON, OLIVIER MITTELETTE, « *La best execution* », Banque & Droit, juillet-août 2005 n° 102 p. 22.

³⁴ Ibid.

disparaître dans le même temps où ils vont capter une grande part de liquidité au détriment des marchés réglementés.

La notion de sécurité soulève inmanquablement la question de l'existence d'un avantage concurrentiel au profit des marchés réglementés. Ces derniers sont agréés parce qu'ils sont liés à une chambre de compensation³⁵ et à un système de règlement livraison qui sont deux garanties effectives de la sécurité de la transaction. Les MTF et les systèmes d'internalisation ne sont pas soumis à ces obligations, la sécurité qu'ils apportent est donc moins grande. Il faut peut-être relativiser ce constat car il est probable que les MTF - qui sont soumis à des règles très proches de celles applicables aux marchés réglementés – seront pour la plupart reliés à des chambres de compensation afin de bénéficier de la garantie de bonne fin des transactions.

Paragraphe 4. La taille et la nature de l'ordre

Ces deux éléments entretiennent des relations étroites avec le prix et les conditions d'exécution. Ces conditions d'exécution des ordres d'achat ou de vente dépendent en effet à la fois du type d'ordre donné par le client et du montant de l'ordre.

Paragraphe 5. Les autres considérations

La référence faite par l'article 21 de la directive MIF à toutes les « autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre » n'a pas donné lieu à plus de précisions. Il semble qu'il faille y voir la volonté de ne pas conférer à la liste des critères un caractère limitatif.

³⁵ La chambre de compensation est débitrice d'une garantie de bonne fin.

Section 2. La politique d'exécution des ordres

La directive MIF impose aux intermédiaires la définition d'une politique d'exécution des ordres³⁶. Cette obligation est multiple et encadrée (paragraphe 1) et soulève la question de la détermination de l'importance relative des critères de la politique d'exécution (paragraphe 2).

Paragraphe 1. Une double obligation

Les dispositions relatives à l'obligation de meilleure exécution s'orientent dans deux directions : le contenu de la politique d'exécution et ses modalités de révision.

L'article 21 paragraphe 3 précise le contenu de la politique d'exécution. Celle-ci doit inclure pour chaque catégorie d'instrument des informations sur les différents systèmes dans lesquels l'entreprise exécute les ordres de ses clients et les facteurs influençant le choix du système.

Le projet de Directive vient préciser le caractère périodique de la révision évoquée dans la directive MIF. En application de l'article 46 paragraphe 1, celle-ci devra être annuelle. La révision s'impose donc garante de l'efficacité de la politique d'exécution. L'intermédiaire doit revoir périodiquement sa politique pour déterminer si elle est toujours adaptée aux besoins du client. Si l'intermédiaire parvient à la conclusion que la politique d'exécution des ordres a des failles, il doit pallier cette difficulté en ayant toujours à l'esprit l'intérêt de son client. En réalité deux obligations se superposent puisque l'obligation de révision annuelle s'ajoute à l'obligation de veille permanente³⁷. Quant à la l'élaboration et la modification éventuelle de la politique d'exécution, elle doit avoir lieu en toute transparence vis-à-vis du client. Elle relève de l'information du client et sera envisagée dans la partie consacrée à celle-ci.

³⁶ Article 21 paragraphe 2 : » Les Etats membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles établissent et mettent en œuvre des dispositions efficaces pour se conformer au paragraphe 1. Les Etats membres exigent notamment des entreprises d'investissement qu'elles établissent et mettent en œuvre une politique d'exécution des ordres leur permettant d'obtenir, pour les ordres de leurs clients, le meilleur résultat possible conformément au paragraphe 1.

³⁷ Considérant 62 du projet de Directive de niveau 2.

Paragraphe 2. La pondération des critères

Le projet de directive présente des facteurs de pondération des critères de l'article 21, cette pondération devant être mise en œuvre pour chaque ordre (1.). Toutefois en présence d'instructions spécifiques du client, celles-ci doivent prévaloir sur la pondération préétablie par le projet de directive (2.).

1. La régularité et l'approche ponctuelle

Le projet de directive d'application du 6 février 2006 apporte une véritable notice de mise en œuvre de la politique d'exécution. Pour l'établir, le prestataire doit déterminer l'importance relative des facteurs constitutifs d'une meilleure exécution listés à l'article 21 de la directive MIF. Le projet impose par le considérant 56 que l'intermédiaire détermine l'importance relative des facteurs mentionnés à l'article 21 ou au minimum qu'il définisse le processus par lequel il détermine l'importance relative des facteurs en vue de pouvoir obtenir le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres des clients. L'apport du projet est important pour la mise en œuvre puisqu'il précise que l'entreprise d'investissement doit sélectionner les lieux d'exécution qui permettent d'obtenir avec régularité le meilleur résultat³⁸. Un nouvel élément est donc introduit, celui de régularité³⁹. Il semble que le projet de directive d'application privilégie les lieux d'exécution offrant de bons résultats dans la durée plutôt que ceux pouvant s'avérer tantôt excellents tantôt médiocres. En un mot le projet privilégie la constance sur la performance ponctuelle. Le projet précise également que la politique d'exécution doit s'appliquer pour chaque ordre exécuté. C'est donc une approche ordre par ordre qui a été privilégiée plutôt qu'une considération globale. Cet élément sera déterminant dans l'examen du respect par l'intermédiaire de son obligation de meilleure exécution.

³⁸ Considérant 56 du projet de directive de niveau 2.

³⁹ Le projet de directive d'application fait référence à la « régularité » alors que l'article 21 paragraphe 3 de la directive MIF évoquait le meilleur résultat « dans la plupart des cas ».

2. Pondération et instructions spécifiques

La pondération des critères de l'article 21 de la directive MIF est prévue par l'article 44 du projet de directive d'application. Lorsqu'elle exécute les ordres du client, l'entreprise d'investissement tient compte de plusieurs critères pour déterminer l'importance relative des facteurs mentionnés à l'article 21, paragraphe 1, de la directive 2004/39/CE⁴⁰.

Ces critères sont fondamentaux pour la mise œuvre prochaine de l'obligation. Il s'agit d'abord des caractéristiques du client et notamment son statut de client de détail ou professionnel⁴¹. Le second critère est relatif à la nature de l'ordre concerné. Ce critère est étrange puisqu'il reprend exactement la formulation de l'article 21 de la directive MIF. On voit donc mal ce qu'apporte cette redondance. Le troisième critère paraît nettement plus pertinent puisqu'il fait référence aux caractéristiques des instruments financiers qui font l'objet de l'ordre. Enfin, la directive fait référence aux caractéristiques de lieux d'exécution vers lesquels cet ordre peut être dirigé. Le projet de directive privilégie une approche logique et individualisée, ces facteurs permettront de sélectionner et de pondérer les critères de l'article 21. La combinaison des articles 44 du projet et 21 de la directive MIF constituent le mode d'emploi de mise en œuvre de l'obligation de meilleure exécution.

Cette mise en œuvre serait incomplète si l'on omettait la possibilité d'instructions spécifiques données par le client. Le considérant 57 et l'article 46 paragraphe 3 du projet de directive d'application prévoient cette hypothèse très fréquente en pratique. L'existence d'instructions spécifiques données par le client fait échec à l'application des critères combinés des articles 21 et 44. La non application du principe de meilleure exécution doit alors être mentionnée puisque l'article 46 paragraphe 3 du projet de directive d'application oblige l'entreprise d'investissement à faire figurer dans sa politique d'exécution « un avertissement précisant qu'en cas d'instructions particulières données par le client, elle risque d'être empêchée de prendre les mesures prévues et appliquées dans le cadre de sa politique d'exécution ». Cependant les instructions ne doivent pas donner l'opportunité aux intermédiaires de se soustraire à leurs obligations à bon compte. C'est pourquoi le considérant 57 du projet dispose que l'entreprise d'investissement qui agit en suivant des instructions n'est considérée comme ayant satisfait à ses obligations d'exécution au mieux que pour la partie ou l'aspect de l'ordre en relation avec les instructions. En revanche, l'intermédiaire n'est pas libéré de ses

⁴⁰ Pour mémoire : le prix, le coût, la rapidité, la probabilité de l'exécution et du règlement, la taille, la nature de l'ordre et toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre.

⁴¹ Ces distinctions feront l'objet de développements dans la suite du mémoire.

obligations d'exécution au mieux pour les parties ou aspects de l'ordre du client qui ne sont pas couverts par ces instructions.

Section 3. L'information du client

L'entreprise d'investissement doit à la fois fournir des informations appropriées à ses clients sur sa politique d'exécution des ordres (paragraphe 1), obtenir leur consentement préalable sur celle-ci⁴² (paragraphe 2) puis, une fois l'ordre exécuté, démontrer le respect de la politique (paragraphe 3).

Paragraphe 1. La nature de l'information

L'intermédiaire a l'obligation de fournir au client toutes informations appropriées sur sa politique d'exécution des ordres. Cette obligation revêt un caractère plus solennel lorsque l'entreprise d'investissement prévoit la possibilité d'exécuter les ordres en dehors du marché réglementé ou d'un MTF. Nous l'avons déjà souligné, il conviendra aussi d'informer le client de toute modification importante de la politique d'exécution des ordres. Les modalités de l'accomplissement de cette formalité ne sont pas précisées, il semble qu'un écrit soit requis.

Paragraphe 2. La nécessité de l'accord des clients

L'intermédiaire doit obtenir l'accord de son client sur sa « politique d'exécution des ordres ». Celle-ci est établie d'un commun accord entre l'intermédiaire et son client, elle est acceptée par le client préalablement à toute exécution d'ordres. A défaut d'accord, l'intermédiaire ne peut pas intervenir sur le marché pour son compte. L'hypothèse d'un intermédiaire agissant avant d'avoir recueilli l'accord va certainement se présenter. Il semble que la formulation du texte qui impose un accord préalable interdise toute possibilité de régularisation. Quant à la sanction de l'absence totale d'accord elle paraît évidente : le client ne sera pas tenu par l'ordre dont les conséquences seront à la charge de l'intermédiaire.

Si la politique d'exécution des ordres prévoit la possibilité d'exécuter les ordres du client en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF (c'est-à-dire sur un système d'internalisation des ordres), l'intermédiaire devra obtenir le consentement préalable exprès du client sur ce

⁴² Article 21 paragraphe 3 alinéa 2 de la directive MIF.

point. Cet accord exprès peut être donné, au choix de l'intermédiaire, soit sous forme d'un accord général (dans la convention signée entre l'intermédiaire et le client), soit pour chaque transaction déterminée. Deux auteurs mettent en avant un point pratique⁴³ : le texte de la directive pourrait laisser penser que la rédaction d'un écrit n'est requise que pour recueillir l'accord du client sur l'exécution en interne de ses ordres. En réalité la rédaction d'une convention de services sera requise dans tous les cas, que l'intermédiaire n'exécute les ordres de son client que sur des marchés réglementés et des MTF, ou bien qu'il se réserve la faculté de les exécuter sur un système d'internalisation. Cette obligation résulte du droit français. Les dispositions de la Directive ne vont pas modifier les règles françaises sur les modalités de contractualisation des relations entre un intermédiaire et son client. Or, en France, les intermédiaires qui fournissent les services de réception transmission d'ordres et d'exécution d'ordres pour le compte de tiers doivent rédiger une convention de services et l'adresser à leurs clients avant d'entrer en relation avec eux.

Paragraphe 3. L'obligation de démontrer aux clients le respect de l'obligation

Cette exigence inscrite à l'article 21 paragraphe 5 de la directive MIF n'est pas absolue. L'intermédiaire n'est tenu de démontrer le respect de sa politique d'exécution qu'à la demande de son client. Cette faculté entre les mains du client est un moyen de contrôle efficace. L'intermédiaire agira sous la menace permanente d'une vérification. En rétablissant un équilibre entre client et entreprise d'investissement, la directive donne les moyens d'assurer l'efficacité de l'application de l'obligation de meilleure exécution.

Section 4. Le cas particulier des clients de détail

La directive procède à une curieuse distinction, sur laquelle nous ne manquerons pas de revenir, entre contreparties éligibles⁴⁴, clients de détail⁴⁵ et professionnels⁴⁶. Pour les clients de détails, le dispositif issu de la combinaison directive/projet de directive de niveau 2 comprend une pondération prédéfinie des critères (paragraphe 1) et une obligation d'information renforcée (paragraphe 2).

⁴³ JEAN PIERRE PINATTON, OLIVIER MITTELETTE, « *La best execution* », Banque & Droit, juillet-août 2005 n° 102 p. 22.

⁴⁴ Article 24 de la directive MIF.

⁴⁵ Article 4.1.12 de la directive MIF.

⁴⁶ Annexe II article 1 de la directive MIF.

Paragraphe 1. Une pondération prédéfinie des critères

Pour le client de détail, que la directive MIF définit par opposition au professionnel⁴⁷, il existe un régime particulier d'application des critères et facteurs des articles 21 et 44. La définition de la meilleure exécution est modifiée pour le client de détail puisque l'article 44 paragraphe 3 du projet de directive et le considérant 56 prévoient que lorsqu'une entreprise d'investissement exécute un ordre au nom d'un client de détail, le meilleur résultat possible est déterminé « sur la base du prix total, représentant le prix de l'instrument financier et les coûts liés à l'exécution, lesquels incluent toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres aux lieux d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre ». Pour le client de détail le critère du coût est mis en avant, il devient l'élément fondamental au détriment de la rapidité et des autres considérations. Pour autant, le considérant 60 impose de ne pas exclure totalement les autres critères dès lors qu'ils « influent de manière déterminante sur l'obtention du meilleur résultat possible pour le client de détail ». Cette mesure spécifique applicable aux clients non professionnels s'explique par la part prépondérante des frais de place dans le coût total de l'ordre en raison de la petite taille des ordres émis par ce type de client. En réalité l'obligation de meilleure exécution dont le client de détail est créancier se focalise sur le prix et le coût. Une simple comparaison des différentes possibilités d'exécution ne permettrait pas d'identifier le système le plus avantageux. Une évaluation fiable impose la prise en considération des frais entraînés par chaque mode d'exécution possible.

Paragraphe 2. Une information renforcée sur la politique d'exécution

L'article 46 du projet de directive prévoit des obligations relatives au contenu et au support de la politique d'exécution.

Le projet impose aux entreprises d'investissement la fourniture sur un support durable et en temps voulu (avant la prestation du service) de deux catégories d'informations. Il s'agit d'abord de l'importance relative que l'intermédiaire attribue, sur la base des critères définis à l'article 44 paragraphe 1 du projet de directive, aux facteurs de l'article 21 de la directive MIF ou le processus par lequel elle détermine l'importance relative de ces facteurs. Il convient

⁴⁷Article 4.1.12 « client de détail : un client qui n'est pas professionnel »

également de fournir une liste des lieux d'exécution dans lesquels l'entreprise a le plus confiance pour honorer son obligation de prendre toutes les mesures raisonnables en vue d'obtenir avec régularité le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de ses clients⁴⁸.

D'inspiration consumériste, ce dispositif renforce la protection des investisseurs particuliers. La proximité avec le droit de la consommation est très nette puisque l'obligation d'information est un mécanisme traditionnel de protection des consommateurs.

Conclusion de la première partie

Sans revenir sur les raisons de l'existence de l'obligation de meilleure exécution, il est possible de résumer le processus d'application de celle-ci sous forme d'un schéma⁴⁹. Cette présentation graphique résume le processus qui devra être suivi par les intermédiaires financiers dans l'application de l'obligation de meilleure exécution.

⁴⁸ Article 46 paragraphe 2 a) et b) du projet de directive d'application.

⁴⁹ Ce schéma est inspiré d'un document publié par la Commission le 6 février 2006 intitulé « *Background note on the draft commission directive implementing directive 2004/39/EC* ».

Etape 1 : Sélection des critères :

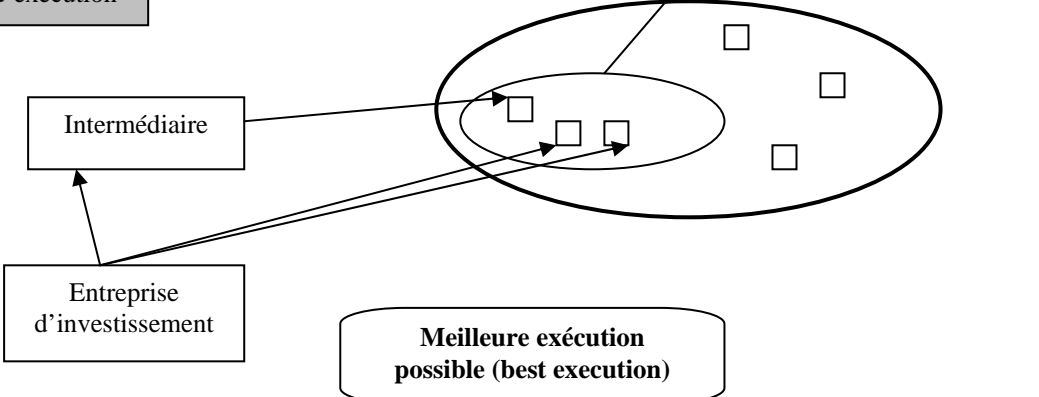
L'intermédiaire pondère les critères en fonction des facteurs donnés par la Directive de niveau 2:

Critère 1 : rapidité d'exécution	Critère 2 : prix	Critère 3 : coût
---	-------------------------	-------------------------

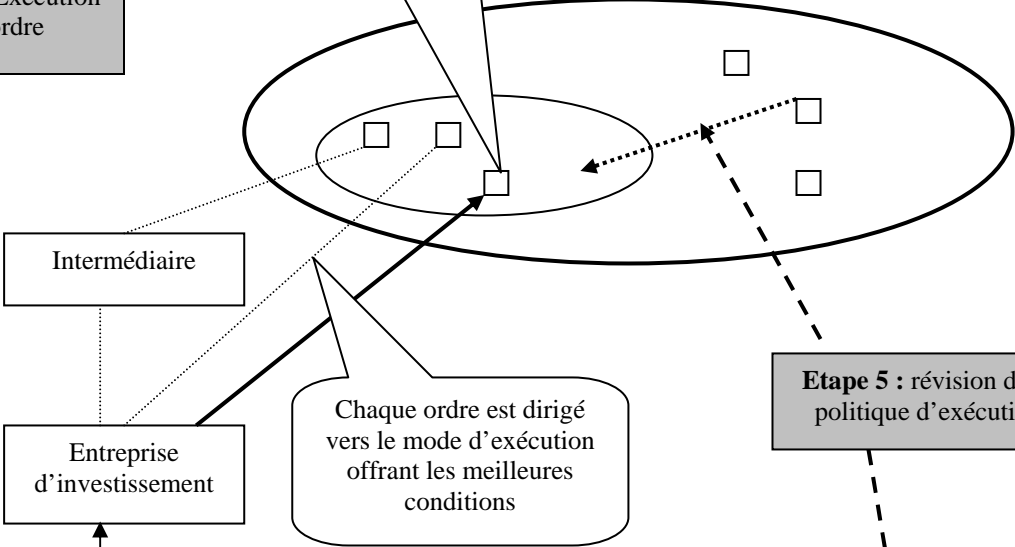
Etape 2 : Analyse et sélection des modes d'exécution en fonction des différents critères

Etape 3 : Mise en relation avec les modes d'exécution

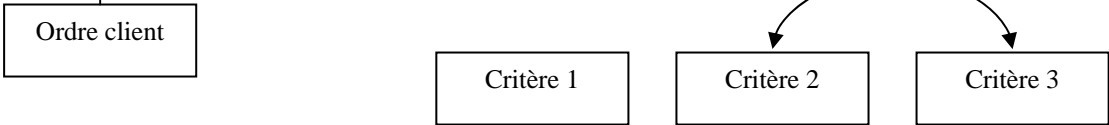
Mode d'exécution offrant le meilleur résultat compte tenu des critères sélectionnés à la première étape



Etape 4 : Exécution de l'ordre



Etape 5 : révision de la politique d'exécution



L'application de l'obligation de meilleure exécution peut sembler aisée au regard du schéma précédent. Pourtant, cette présentation statique ne doit pas occulter les nombreuses difficultés pratiques qui ne manqueront pas d'apparaître à l'heure de la mise en œuvre.

DEUXIEME PARTIE :

UN NOUVEAU MODELE COMPLEXE A METTRE EN OEUVRE

La présentation statique de l'obligation pourrait porter à croire sa mise en œuvre aisée alors que de nombreuses questions subsistent quant au champ d'application, aux sanctions ou aux moyens de comparaison (chapitre 1). L'obligation pourrait également sembler consensuelle alors qu'elle a fait l'objet de critiques notamment du fait de son coût (chapitre 2).

CHAPITRE 1. LE CHANTIER DE LA MISE EN ŒUVRE

Trois questions principales naissent à l'examen de la mise en œuvre pratique de l'obligation : la première est relative au champ d'application de l'obligation (section 1) ; la seconde concerne l'évaluation de son respect (section 2) ; la troisième a trait aux sanctions en cas de manquement (section 3).

Section 1. Le champ d'application de l'obligation

S'interroger sur l'obligation de meilleure exécution, c'est nécessairement se pencher sur les personnes qui y sont soumises. En ce domaine, l'article 21 soulève de nombreuses de questions : qui sont les clients qui en bénéficient (paragraphe 3), quelles sont les entreprises qui y sont soumises (paragraphe 2), quels instruments doivent se voir appliquer le principe (paragraphe 4) ? Toutefois ces réponses ne sauraient être exactes si l'on néglige l'existence de trois catégories de clients (paragraphe 1).

Paragraphe 1. Typologie des clients : un ménage à trois

La directive MIF procède à une triple distinction : clients de détail, professionnels, contreparties éligibles. Chaque qualification entraîne une application différente de l'obligation de meilleure exécution.

Le client de détail est défini à l'article 4.1. 12) de la directive MIF par opposition au client professionnel⁵⁰. C'est donc vers la définition du professionnel qu'il faut se tourner pour y voir plus clair. L'annexe II à la directive précise ce qu'il convient d'entendre par « professionnel » au sens de la directive MIF. De façon générale, un client professionnel est un client qui possède « l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus. »⁵¹. Mais la directive se fait plus précise dans sa définition puisqu'elle pose des critères. Sont considérées comme professionnels les entités qui sont tenues d'être agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés financiers et les grandes entreprises réunissant deux des critères suivants au niveau individuel : total du bilan supérieur à 20 millions d'euros, chiffre d'affaires net supérieur à 40 millions d'euros, capitaux propres de plus de 2 millions d'euros. Il faut ajouter à cette liste les autres investisseurs institutionnels dont l'activité principale consiste à investir dans des instruments financiers, notamment les entités s'occupant de la titrisation d'actifs ou d'autres opérations de financement.

Toutefois cette qualification n'est pas automatique puisque le professionnel peut y échapper. Pour ce faire les clients peuvent demander le traitement réservé aux non professionnels. Les entreprises d'investissement leur accorderont alors un niveau de protection plus élevé. Lorsque le client d'une entreprise d'investissement est une entreprise au sens de ce qui précède, l'entreprise d'investissement doit, avant de lui fournir tout service, l'informer qu'il est considéré, sur la base des informations dont elle dispose, comme un client professionnel et qu'il sera traité comme tel, sauf convention contraire. L'entreprise doit également informer le client qu'il peut demander une modification du contrat, afin de bénéficier d'une plus grande protection. Il incombe au client réputé professionnel de demander cette plus grande protection s'il estime ne pas être en mesure d'évaluer ou de gérer correctement les risques auxquels il est amené à s'exposer. Ce plus haut niveau de protection est accordé lorsqu'un client réputé professionnel conclut par écrit, avec l'entreprise d'investissement, un accord prévoyant qu'il ne doit pas être traité comme un client professionnel aux fins des règles de conduite applicables. Cet accord précise les services ou les transactions, les types de produits ou de transactions, auxquels il s'applique.

A côté de ces clients « professionnels a priori », existent des clients pouvant être traités comme tels à leur propre demande. Le client va renoncer aux règles de protection dont il pouvait bénéficier en tant que client de détail. Cette diminution de la protection n'est réputée

⁵⁰ Article 4. 1 12) directive MIF : « client de détail»: un client qui n'est pas professionnel.

⁵¹ Annexe II directive MIF.

valide qu'à la condition qu'une évaluation adéquate par l'entreprise d'investissement de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client lui procure l'assurance raisonnable, à la lumière de la nature des transactions ou des services envisagés, que celui-ci est en mesure de prendre ses propres décisions d'investissement et de comprendre les risques qu'il encourt. Cette renonciation est encadrée dans une procédure précise.

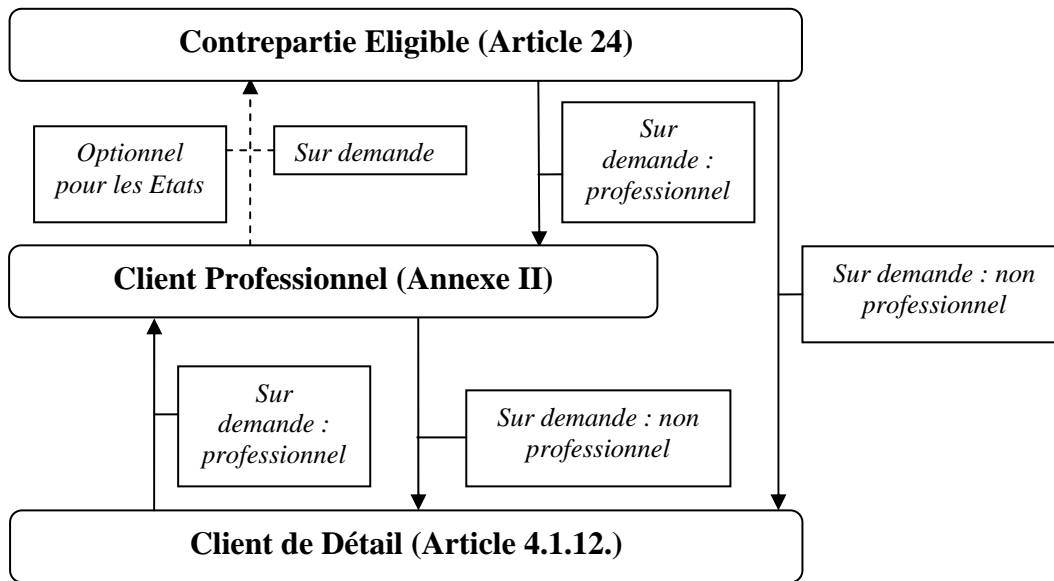
Cette dichotomie aurait pu suffire. La directive MIF introduit cependant une troisième catégorie, celle des contreparties éligibles. L'article 24.2. inclut dans sa définition les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les OPCVM et leurs sociétés de gestion, les fonds de retraite et leurs sociétés de gestion, les autres établissements financiers agréés ou réglementés, les personnes dont l'activité principale consiste à négocier pour compte propre des matières premières et/ou des instruments dérivés sur ces matières⁵². Sont également des contreparties éligibles les entreprises dont les services et/ou activités d'investissement consistent exclusivement à négocier pour compte propre sur des marchés d'instruments financiers à terme ou d'options ou d'autres marchés dérivés et sur des marchés au comptant uniquement aux seules fins de couvrir des positions sur des marchés dérivés.

La définition de la contrepartie éligible est plus large que celle du client professionnel, cela ne sera pas sans conséquences pour l'application de l'obligation de l'article 21. Cette extension a d'ailleurs fait l'objet de critiques durant la 39^{ème} réunion du CEVM et une délégation s'est exprimée contre l'extension de la catégorie des contreparties éligibles au delà de la définition des professionnels de l'annexe II⁵³.

⁵² Article 24 par renvoi à l'article 2.1. k) de la directive MIF.

⁵³ *Draft Summary record of the 39th Meeting of the Europea Securities Committee 22-23 Februray 2006.*

La typologie et les changements de catégorie possibles peuvent être ainsi résumés :



Paragraphe 2. Quelles entreprises d’investissement ?

La combinaison des articles 21 de la directive MIF et 44 du projet de directive d’application permet de délimiter le champ d’application du principe : il s’agit des entreprises d’investissement qui exécutent des ordres. D’apparence simple, ce découpage n’en a pas moins suscité des interrogations pour la gestion de portefeuille et la RTO. Ces interrogations avaient trait à l’application à ces prestataires de l’obligation de meilleure exécution (1.) et à la nature de leur responsabilité en cas de manquement (2.)

1. Le cas de la gestion de portefeuille et de la réception/transmission d’ordres

Dans son avis technique d’avril 2005 le CESR, sous l’article 19.1 de la directive MIF, avait recommandé d’inclure dans le champ d’application de l’obligation les sociétés de gestion de portefeuille et les entreprises d’investissement qui reçoivent et transmettent des ordres⁵⁴. Cette extension était justifiée par l’idée que les entreprises d’investissement qui font de la gestion de portefeuille ou de la réception/transmission d’ordres sélectionnent d’autres entreprises d’investissement pour leur fournir le service d’exécution. De ce fait ces entreprises

⁵⁴ BOX 13 of CESR’s Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC.

d'investissement jouent un rôle fondamental dans la qualité d'exécution fournie à leurs clients.

Un autre argument, auquel nous ne pouvons qu'adhérer, justifie la position du CESR. Dans de nombreuses hypothèses, la société de gestion de portefeuilles ou l'entreprise qui reçoit ou transmet les ordres peut choisir une autre entreprise d'investissement échappant à l'application de l'article 21⁵⁵. L'obligation de meilleure exécution ne serait pas non plus applicable dans le cas du choix d'une entreprise d'investissement établie en dehors de l'Union Européenne. Dans ces deux cas, la non application de l'article 21 aux sociétés de gestion de portefeuille et aux entreprises de réception/transmission d'ordres reviendrait à priver le client de la protection efficace de l'obligation de meilleure exécution.

L'exclusion de ces deux types de services aurait été d'autant plus défavorable aux clients qu'il aurait conduit les entreprises d'investissement à élaborer des constructions en vue d'échapper systématiquement à l'obligation.

Dans ces conditions, l'extension du champ d'application de l'article 21 aux sociétés de gestion de portefeuille et aux entreprises d'investissement assurant la réception et la transmission d'ordre était impérative. Le projet de directive d'application reprend naturellement cette position, l'article 45 impose l'application du principe d'exécution au mieux à la gestion de portefeuille et à la réception et transmission d'ordres.

Il convient d'ajouter deux précisions. Les entreprises qui fournissent ces services sont assujetties aux obligations des articles 21 et 22.1 de la directive MIF pour la réalisation des transactions résultant de leurs décisions d'investissement, ou lorsqu'ils reçoivent et transmettent des ordres. Les références à l'exécution d'ordres, ou à la réception transmission d'ordres (RTO), à l'article 21, doivent donc être lues comme des références à la réalisation de transactions résultant de décisions d'investissement.

2. La responsabilité des gestionnaires de portefeuille et RTO, une question critique

Cependant, certains auteurs se sont opposés à cette extension du champ d'application de l'obligation de meilleure exécution. Deux auteurs ont jugé cette contrainte « irréaliste »⁵⁶. Il est vrai qu'elle revient à imposer au réseau de mettre en concurrence tous les membres de marché de la place afin de justifier, pour chaque transaction, la transmission des ordres du

⁵⁵ Si le client n'a pas de relation contractuelle avec l'entreprise qui exécute l'ordre alors il s'agit de deux professionnels traitant entre eux, l'obligation de meilleure exécution ne s'applique pas.

⁵⁶ JEAN PIERRE PINATTON, OLIVIER MITTELETTE, « *La best execution* », Banque & Droit, juillet-août 2005 n° 102 p. 22.

client à tel ou tel membre du marché. Le réseau doit pouvoir indiquer au client qu'il utilise les services d'un membre de marché qu'il juge performant. Si le client n'est pas satisfait par ce choix, il sera libre de mettre un terme à la relation contractuelle. Cette extension encourt une seconde critique, elle est source de conflits entre le réseau et les membres du marché choisi. En effet, elle pourrait amener le réseau à pouvoir intervenir sur la politique du membre du marché en demandant à ce dernier de devenir membre de tel ou tel marché que le réseau jugera efficient pour lui permettre de respecter son obligation de « *best execution* ». Cette solution a été très critiquée tant par les réseaux collecteurs d'ordres que par les membres de marché. Pourtant le considérant 63 et l'article 45 du projet de directive ne sont pas allés dans ce sens. Le considérant précise que la directive doit être interprétée comme imposant à la société de gestion ou au RTO, lorsqu'ils transmettent des ordres pour exécution à d'autres entités, de prendre toutes les mesures raisonnables pour choisir les entités les plus susceptibles d'obtenir le meilleur résultat. Cette obligation se double du devoir de surveiller la qualité d'exécution du membre du marché et de prendre les mesures nécessaires en cas de déficience de sa part.

Pour autant cela ne doit pas conduire à un doublement des efforts en matière d'exécution au mieux car le RTO ou le gérant s'en remet à la capacité du membre du marché à fournir la meilleure exécution.

Paragraphe 3. Quels clients ?

L'obligation de meilleure exécution doit sans conteste profiter pleinement aux clients non professionnels. En revanche elle est limitée dans son étendue lorsque l'intermédiaire entre en relations avec des clients professionnels. La question est de déterminer le champ exact des investisseurs qui peuvent bénéficier de la règle. Cette question se pose avec acuité car si la notion d'investisseur professionnel est définie par la directive MIF, les règles applicables aux contreparties éligibles viennent perturber la distinction traditionnelle entre clients non professionnels et clients professionnels. Afin de respecter les termes de la directive, qui impliquent de ne pas traiter de manière équivalente des clients professionnels et des clients de détail, il faut réduire le devoir d'information requis des intermédiaires lorsqu'ils contractent avec les contreparties éligibles. Le régime est donc le suivant : en application de l'article 24 de la directive MIF, les transactions conclues avec des contreparties éligibles, ou suscitées entre contreparties éligibles, ne sont pas couvertes par l'obligation de meilleure exécution. En vertu du considérant 58 de la proposition de directive d'application, l'entreprise

d'investissement doit la meilleure exécution à son client même dans le cas où il traite face à son compte propre pour répondre à la demande du client. En d'autres termes, hormis le cas où le prestataire traite avec une entité ayant la qualité de contrepartie éligible, ou le cas où le client a donné une instruction spécifique à son intermédiaire, le prestataire a l'obligation de chercher le meilleur résultat possible pour son client.

Paragraphe 4. Quels instruments ?

Le principe est l'application de la règle de la meilleure exécution à tous les instruments financiers⁵⁷. Ceci étant l'AMF comme la FSA⁵⁸ ont souligné avant la publication du projet de directive de niveau 2 les difficultés d'application du principe au marché de dérivés, au marché obligataire où l'immense majorité des transactions s'effectue de gré à gré. Dans le papier soumis à consultation par la FSA en Grande-Bretagne⁵⁹ il a été question de vider de sa substance le principe pour le marché obligataire. En effet, pour les titres obligataires et les produits dérivés « le principe perd son sens car dans le premier cas la valeur théorique d'un titre commande le prix du titre, quand dans le second cas la nature contractuelle et bilatérale de l'instrument ne permet pas de tenir compte du principe dans son essence »⁶⁰. Qu'en est-il de la meilleure exécution pour des instruments financiers qui sont traités sur des marchés qui ne sont pas centralisés ? Conformément à l'avis technique du CESR, le projet de directive d'application reconnaît l'existence de différences structurelles liées à la nature des instruments financiers. Dès lors l'application de l'obligation de meilleure exécution doit être modulée en conséquence. Immédiatement après avoir posé le principe d'une application générale, le considérant 59 du projet de directive d'application précise que « compte tenu des différences dans l'organisation des marchés et dans la structure des instruments financiers, il peut être difficile d'identifier et d'appliquer des normes et des procédures d'exécution au mieux uniformément valables et efficaces pour toutes les catégories d'instruments. » La question épineuse du champ d'application de l'obligation est donc résolue par la souplesse. Il convient alors d'appliquer l'obligation d'une manière qui prend en compte la diversité des contextes. Le considérant donne l'exemple des transactions mettant en jeu un instrument financier OTC sur mesure, celui-ci implique une relation contractuelle où le risque de

⁵⁷ Considérant 59 projet de directive de niveau 2.

⁵⁸ *Response to FSA consultation paper on best execution (CP 154)*, 6^{ème} journée d'information des responsables du contrôle des services d'investissement, du contrôle interne et de la déontologie.

⁵⁹ « *Trading transparency in UK secondary bond market* » discussion paper 05/05, september 2005.

⁶⁰ HUBERT De VAUPLANE, « *L'obligation de meilleure exécution (best execution)* », revue Banque octobre 2005 n° 673 p. 97.

contrepartie et de nombreuses considérations personnelles entrent en jeu. Il n'est pas question de comparer la transaction de cet instrument à celle relative à des actions négociées sur des lieux d'exécution centralisés. Au final c'est la question de l'évaluation (plus aisée pour les actions que pour les obligations) qui est au cœur du sujet.

Section 2. Une évaluation difficile

L'obligation de meilleure exécution n'existe que par comparaison. Le client ne sera certain d'avoir bénéficié de la meilleure exécution possible que s'il a les moyens de vérifier qu'un autre mode d'exécution lui aurait été moins favorable. L'obligation de l'article 21 ne pourra donc être mise en œuvre qu'en présence d'un *benchmark* (paragraphe 1) qui s'avère complexe à établir (paragraphe 2).

Paragraphe 1. Le recours nécessaire au benchmark

Une fois les critères définis et pondérés, il faut disposer d'un prix de référence pour juger de la qualité de l'exécution. C'est la délicate question du *benchmark*. Dans sa réponse à la consultation lancée par la FSA, la London Stock Exchange (LSE) souligne que l'absence d'outil de comparaison (*benchmark*) rend très difficile le contrôle de la meilleure exécution. Celle-ci suppose une transparence totale et une excellente diffusion de l'information. La directive MIF prévoit justement la diffusion des informations pré et post négociation (*pre & post trade*). D'après un document publié par la Commission⁶¹ des entreprises spécialisées dans la collecte et le traitement des informations relatives à l'exécution vont apparaître. Elles vendront des données permettant d'évaluer le respect de l'obligation de meilleure exécution. Ainsi, la notion d'élément de comparaison (de *benchmark*) est au cœur du projet de directive de niveau 2, le considérant 64 souligne que « La disponibilité, la comparabilité et la consolidation des données concernant la qualité d'exécution fournies par les divers lieux d'exécution est une condition essentielle pour donner aux entreprises d'investissement et aux investisseurs les moyens de sélectionner les lieux d'exécution à même d'offrir la meilleure qualité d'exécution pour leurs clients. »

⁶¹ FAQ on MiFID : draft implementing « level 2 » measures.

Si le projet de directive prend en considération le besoin d'un *benchmark*, il ne l'impose pas pour autant. Le texte⁶² se borne à fixer l'établissement d'un rapport au 1^{er} novembre 2008, celui-ci devra rendre compte de la disponibilité, de la comparabilité et de la consolidation des informations concernant la qualité d'exécution au niveau européen.

La question du *benchmark* est donc abordée sans être résolue. Cette difficulté latente prendra encore plus d'importance au moment de l'élaboration technique du benchmark qui va s'avérer fort complexe.

Paragraphe 2. Un benchmark difficile à établir

La première difficulté est que les *benchmarks* les plus simples ne comportent pas de dimension temporelle c'est-à-dire qu'ils ne prennent pas en compte les délais d'exécution. L'exemple le plus simple est celui du VWAP (*Volume Weighted Average Price*) qui représente le cours moyen d'un instrument. Un indicateur particulièrement intéressant est le VWAP entre la décision et l'exécution. Ce *benchmark* faisant ressortir la capacité de réaction d'une entreprise d'investissement. Mais cet indicateur suppose que l'on définisse le moment exact de la décision : intervient-elle au moment de la réunion du comité de sélection ou au moment de la décision finale du gérant ?

Certains prestataires évaluent leurs performances à l'aide de modèles sophistiqués de comparaison entre le prix d'exécution et un prix théorique fonction de l'historique du titre et de sa liquidité. Le défaut de cette approche est sa grande dépendance aux présupposés théoriques du modèle sous jacent, la construction mathématique permettant de faire dire à peu près ce que l'on veut à l'indicateur. En l'absence d'uniformisation du modèle, ce *benchmark* ne peut constituer un moyen efficace du contrôle du respect de l'obligation de meilleure exécution.

Toutes ces incertitudes permettent de mesurer le chemin qu'il reste à parcourir avant l'application uniforme de l'obligation de meilleure exécution. Mais contrôler l'application de l'obligation implique aussi la détermination de sa nature.

⁶² Article 44 paragraphe 5 du projet de directive de niveau 2.

Section 3. Contrôle et sanction de l'obligation

Une obligation ne se conçoit pas sans sanction. Or pour sanctionner il convient au préalable de préciser la nature de l'obligation (paragraphe 1) puis d'examiner les modalités du contrôle (paragraphe 2) pouvant déboucher sur la sanction (paragraphe 3).

Paragraphe 1. Satisfaire à l'obligation de façon raisonnable : une obligation de moyens

La directive met en avant le caractère « raisonnable » des diligences mises en œuvre afin d'obtenir le résultat le plus favorable au client. La raison est une notion peu utilisée en droit français : c'est le droit anglais qui est à l'origine de cette expression. Il s'agit de la traduction du terme « *reasonable* »⁶³. En droit français l'expression doit être comprise comme une obligation de moyens. Comme l'on souligné des auteurs⁶⁴ l'obligation de meilleure exécution constitue une obligation de moyens et non une obligation de résultat. Ce principe découle de l'article 21 de la directive⁶⁵. A cet argument textuel s'ajoute un argument pratique. Imaginer une obligation de résultat n'a pas beaucoup de sens pour un intermédiaire membre du marché chargé d'exécuter un ordre de bourse. L'aléa est toujours présent lors de l'exécution des transactions sur un marché et l'intermédiaire ne saurait y échapper. Même un intermédiaire très diligent ne peut exécuter l'ordre d'un client dans des conditions optimales pour celui-ci que si les conditions de marché lui sont favorables. La nature de l'obligation étant précisée, il faut encore déterminer le fonctionnement du système de surveillance de l'efficacité des dispositifs d'exécution.

Paragraphe 2. Le difficile contrôle

La directive MIF rend plus difficile la tâche des autorités de contrôle des marchés. La multiplication des modes d'exécution, la concurrence entre marchés et le développement des internalisateurs systématiques expliquent la nouvelle difficulté. Le contrôle du respect de l'obligation de meilleure exécution sera malaisé. Il le sera d'autant plus que cette obligation de moyens donne naissance à deux nouvelles tâches incombant à l'AMF. Il faudra d'abord

⁶³ En droit anglais on retrouve fréquemment l'obligation de « *take all reasonable steps* », c'est-à-dire prendre toutes les mesures raisonnables dans un but donné.

⁶⁴ JEAN PIERRE PINATTON, OLIVIER MITTELETTE, « *La best execution* », Banque & Droit, juillet-août 2005 n° 102 p. 22.

⁶⁵ « prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution, le meilleur résultat possible ».

qu'elle exerce une surveillance destinée à déceler les lacunes existantes au sein des dispositions en matière d'exécution ainsi qu'au sein des politiques d'exécuter. L'objectif sera d'obtenir la modification par l'intermédiaire membre du marché afin que celui-ci se mette en conformité avec les nouvelles dispositions.

La seconde tâche semble plus complexe. Il s'agit de l'examen régulier destiné à vérifier si les systèmes d'exécution des ordres inclus dans la politique d'exécution des ordres permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client ou si des modifications sont nécessaires.

La mise en œuvre de ces contrôles va impliquer des coûts importants et soulève surtout la question de la remontée de l'information. Comment l'AMF aura-t-elle connaissance des politiques d'exécution ? Aura-t-elle les moyens de recouper chaque politique avec les ordres passés en son application ?

Paragraphe 3. Les sanctions envisageables

Il n'est pas de contrôle efficace qui ne soit sanctionné. Pourtant la directive MIF comme le projet de Directive d'application sont muets sur ce point. En cas de violations répétées de l'obligation de meilleure exécution, la sanction la plus logique est celle de la perte de l'agrément de l'entreprise d'investissement. Cela impliquerait de donner au Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI) un rôle de surveillance du respect de l'obligation de meilleure exécution. On peut aussi imaginer une coopération avec l'AMF, seule chargée de la surveillance et le CECEI pouvant retirer l'agrément à la demande de l'AMF. En matière de gestion de portefeuille, tous les pouvoirs de l'AMF seraient naturellement maintenus.

Il est également possible d'imaginer des sanctions judiciaires telles la nullité ou la réparation du préjudice par des dommages-intérêts. C'est surtout les dommages-intérêts qui retiennent notre attention : ils consisteraient en la différence entre le coût total payé par le client et le coût qu'il aurait dû supporter si l'obligation de meilleure exécution avait été respectée. Ce mode de sanction présente l'avantage de replacer le client dans la situation d'une exécution conforme à l'obligation de l'article 21 de la directive MIF mais a l'inconvénient de ne pas revêtir de caractère punitif à l'encontre de l'intermédiaire.

CHAPITRE 2. APPROCHE CRITIQUE DE L'OBLIGATION DE MEILLEURE EXECUTION

L'obligation de meilleure exécution a été l'objet d'une critique récurrente, celle relative à son coût (section 1). Le processus Lamfalussy a cependant permis à chacun de présenter ses observations. Ainsi, malgré ses inconvénients, le texte fait aujourd'hui l'objet d'un relatif consensus (section 2).

Section 1. Une obligation coûteuse

La mise en œuvre de l'obligation de meilleure exécution sera coûteuse, à tel point que cela pourra freiner l'établissement d'une vraie concurrence (paragraphe 1). Toutefois, ce coût ne doit pas être généralisé car les effets de l'obligation seront très différents entre pays de l'Union (paragraphe 2).

Paragraphe 1. Le coût : un obstacle possible à l'établissement d'une vraie concurrence

Le respect de l'obligation de meilleure exécution par les entreprises d'investissement va engendrer de conséquentes dépenses (1.) de telle sorte que l'investissement pourra constituer un obstacle au développement de la concurrence entre marchés (2.).

1. Des dépenses élevées

La Directive MIF est prise très au sérieux par l'autorité des Marchés Financiers anglaise (FSA). Elle a distribué ses premières notes sur la question en novembre 2005 et mené une analyse coût/avantage. La *Readiness Survey*⁶⁶ lancé par la FSA pour interroger les acteurs financiers londoniens en août et septembre 2005 sur la mise en place de la Directive MIF a fait ressortir que 44% des entreprises d'investissement interrogées entendaient consacrer un budget important à la mise en conformité de leur système informatique. Il apparaît que 60% des entreprises d'investissement ont assigné une partie de leur personnel à cette mise en conformité. L'élément technique frappant de la mise en œuvre sera donc son coût.

⁶⁶ *Readiness Survey*, étude menée par la FSA afin de mesurer la préparation des entreprises d'investissement à la nouvelle Directive ainsi que son impact.

L'obligation de meilleure exécution nécessite des investissements en systèmes et outils de traitement informatique. Tous les acteurs des services d'investissement de l'Union Européenne sont concernés par ces dépenses élevées. Beaucoup de courtiers négociateurs vont être considérés comme des internalisateurs systématiques et devront donc en application de la directive MIF publier leurs cotes pour les actions négociées dans leur carnet d'ordres. Ainsi, selon une étude menée par des cabinets anglo-saxons, le courtier négociateur, considéré au sens de la directive comme internalisateur, devra dépenser a minima 22 millions de dollars pour se conformer aux exigences de l'obligation de meilleure exécution⁶⁷. La moitié de ces dépenses est consacrée à l'acquisition de l'algorithme de négociation, à l'externalisation de certains processus, à la connexion au marché et au stockage des données. Ce dernier élément prend une importance nouvelle puisque le stockage des informations relatives à chaque transaction est nécessaire au contrôle du respect de l'obligation de meilleure exécution.

2. Un obstacle potentiel

L'objectif premier de la directive MIF est la mise en concurrence des modes de négociation. Cette volonté absolue a justifié le refus d'attribuer le moindre avantage au marché réglementé, elle explique notamment pourquoi le souhait émis par la France de voir ceux-ci bénéficier d'une présomption de meilleure exécution a été rejeté. Malgré tous les efforts de la Commission, l'objectif ne sera peut-être pas atteint en raison des difficultés de mise en œuvre des nouveaux modes d'exécution. Le contrôle de l'obligation de meilleure exécution sur les MTF et internalisateurs sera élevé parce qu'il implique des investissements techniques lourds. Cette dépense constituera incontestablement un frein à l'expansion des nouveaux modes négociation.

⁶⁷ LOIC CHOQUET, « Directive MIF : oasis ou mirage ? », revue Banque mars 2006 n° 678 p. 54.

Paragraphe 2. L'hétérogénéité des effets de l'obligation de meilleure exécution entre pays de l'UE

Le coût de la mise en place pourra freiner le développement des nouveaux modes de négociation en France. Pourtant les entreprises d'investissement anglaises semblent plus inquiètes encore. En réalité, au delà de la mise en conformité, les enjeux de la directive sont très hétérogènes entre les deux marchés. De façon générale, la principale différence dans les enjeux respectifs des pays européens résulte de l'hétérogénéité des systèmes de place. Au Royaume-Uni et en Allemagne, les banques peuvent déjà internaliser les ordres contrairement aux autres pays de l'UE : ainsi, là où les pays qui autorisent d'ores et déjà l'internalisation auront à adapter leur système d'exploitation, les autres devront créer ce système pour bénéficier d'éventuels avantages. Ainsi le marché anglais est un marché de professionnels, c'est-à-dire animé par des intermédiaires. Le marché est « gouverné par les prix » alors qu'en France ce sont les ordres qui gouvernent. Le coût de l'adaptation – pour les anglais – semble plus important que celui de la création, mais dans les deux cas la dépense freinera le développement de la concurrence.

Il ne faudrait pas pour autant penser que le coût à été négligé : les négociations et les consultations multiples qui caractérisent le processus Lamfalussy ont permis, au moins en partie, de répondre à ce problème.

Section 2. Splendeurs et misères du processus Lamfalussy

La directive MIF, mesure centrale du Plan d'Action pour les Services Financiers (PASF), est une directive Lamfalussy. Ce processus a inauguré, dans le domaine des valeurs mobilières, une méthode innovante et plus efficace d'élaboration de mesure législative dans le domaine des marchés financiers. Cette méthode peut se résumer de la façon suivante : une première catégorie de mesures législatives énonce des principes généraux qui seront concrétisés dans une deuxième série de dispositions contenant des détails techniques et adoptées selon les règles de comitologie⁶⁸ incluses dans la décision 1999/468/CE. La directive MIF est donc une directive de niveau 1, elle contenait au considérant 33 et à l'article 21 l'obligation de

⁶⁸ Le CEVM et le CESR ont été créés en 2001 pour contribuer à l'amélioration de la régulation et de la surveillance des marchés de valeurs mobilières. Leur création répond aux besoins de l'approche à quatre niveaux de la régulation des services financiers préconisée par le rapport du comité des sages, dit rapport Lamfalussy de 2001. En tant qu'organes consultatifs ils interviennent lors de l'élaboration et de l'application des mesures d'exécution des principes cadres définis par les directives et par les règlements.

meilleure exécution mais la mise en œuvre pratique n'était pas possible sans un second texte. C'est ainsi que le projet de directive de niveau 2 apporte un éclairage nécessaire à l'application effective de l'obligation. L'avis technique du CESR et les consultations lancées par les différentes autorités de marché ont contribué à la définition de l'obligation (paragraphe 1), sans toutefois éclaircir totalement l'horizon (paragraphe 2).

Paragraphe 1. Les bienfaits de la consultation

Les autorités de marché se sont pleinement impliquées dans la phase deux du processus puisqu'elles ont organisé des consultations écrites, des colloques afin de réfléchir sur l'obligation de meilleure exécution. C'est ainsi que les questions relatives aux facteurs de pondération, à la présomption de meilleure exécution ou à la définition des différents types de clients ont pu être résolues. La directive étant éminemment politique, chaque point a fait l'objet « d'âpres négociations entre régulateurs »⁶⁹. Pourtant le processus Lamfalussy a permis à chacun de faire entendre ses revendications. C'est ainsi que lors de la dernière réunion du CEVM⁷⁰ la majorité des délégations a apporté son soutien au projet de directive de niveau 2 sans manquer de souligner que des améliorations techniques restaient possibles dans certains domaines.

Le processus est efficace, il n'a cependant pas tout résolu et si chacun a pu se faire entendre il n'est pas certain que la démocratie ait été totale au sein du CESR.

Paragraphe 2. Un avenir à écrire

Les travaux du CESR, notamment l'avis technique, ont été déterminants dans la définition de l'obligation de meilleure exécution même si leur déroulement n'est pas à l'abri de critiques (1.). Ledit comité va encore intervenir à l'avenir avant la mise en œuvre définitive de l'obligation (2.).

⁶⁹ HUBERT De VAUPLANE, « L'obligation de meilleure exécution (*best execution*) », revue Banque octobre 2005 n° 673 p. 97.

⁷⁰ *Draft Summary Record of the 39th Meeting of the European Securities Committee 22-23 February 2006.*

1. Le CESR au cœur de l'action

L'avis technique du CESR préfigurait en grande partie ce qu'allait être le projet de directive de niveau 2. Les modifications entre l'avis et le projet sont minimales de sorte que beaucoup de questions soulevées lors des consultations sont restées sans réponse. En réalité un « manque de légitimité démocratique »⁷¹ caractérise le CESR faute d'une bonne coordination entre régulateurs nationaux durant les enquêtes. Sa composition et son fonctionnement peuvent aussi faire l'objet de critiques. Le recours exclusif à l'anglais ne permet pas d'appréhender avec justesse certaines notions juridiques, les délais de réponse aux consultations sont souvent trop brefs. Quoi qu'il en soit, la transposition de l'obligation de meilleure exécution doit se poursuivre.

2. La suite des travaux

L'agitation de l'AMF est une expression flagrante des difficultés de mise en œuvre de l'obligation de meilleure exécution et, de façon plus générale, de la directive MIF. L'autorité française a mis en place depuis le mois de septembre 2005 un processus de concertation avec la place financière dans l'objectif d'anticiper le plus en amont possible les mutations que la transposition de la directive va induire. Cette transposition conduira en effet à une modification de la structure du Livre III du règlement général de l'AMF. Un large processus de consultation et de pédagogie a également été lancé par l'AMF avec un objectif de publication du nouveau règlement général au quatrième trimestre 2006.

Suite aux demandes formulées par les États membres et les entreprises du secteur, la Commission européenne a prolongé de six mois (jusqu'au 30 octobre 2006) le délai dans lequel les États membres doivent transposer en droit national la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers. Ce texte accorde en outre aux entreprises et aux marchés six mois de plus (jusqu'au 30 avril 2007) pour adapter leurs structures et procédures aux nouvelles exigences.

L'obligation de meilleure exécution est donc une affaire à suivre, les travaux de niveau 3 du CESR ont débuté en mai 2006 alors que la finalisation des mesures de niveau 2 est prévue pour le début de l'été 2006.

⁷¹ HUBERT De VAUPLANE, « *Le CESR s'interroge sur son fonctionnement* », Banque magazine juin 2004 n°659 p. 48.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES

FRANCK AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, L.G.D.J., 2004 ;

THIERRY BONNEAU, FRANCE DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2002 ;

EDGAR FAURE, *La Banqueroute de Law, 17 juillet 1720*, Gallimard, coll. « Trente journées qui ont fait la France », 1977 ;

PAUL HARSIN, *Les doctrines monétaires et financières en France du XVIIe au XVIIIe siècle*, 1928 ;

STEVEN L. KAPLAN, *Le pain, le peuple et le roi. La bataille du libéralisme sous Louis XV*, Perrin, 1986 ;

JEAN MEYER, *Le Régent*, Ramsay, 1985 ;

HUBERT de VAUPLANE, JEAN PIERRE BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^{ème} édition ;

ARTICLES ET ETUDES

Banque & Droit :

PIERRE-HENRI CONAC, « Le marché financier de demain », juillet-août 2005 n° 102 p. 31 ;

JEAN JACQUES DAIGRE, « De la directive 1993 à celle de 2004 : d'un modèle de marché à un autre », juillet-août 2005, n° 102 p. 7 ;

JIRI KROL, « Présentation générale de la directive MIF et de sa mise en œuvre », juillet-août 2005 n° 102 p. 4 ;

OLIVIER MITTELETTE, JEAN PIERRE PINATTON, « *La best execution* », juillet 2005 n° 102 p. 22 ;

HUBERT DE VAUPLANE, « *Le CESR s'interroge sur son fonctionnement* », juin 2004 n°659 p. 48 ;

Banque magazine :

FRANCOIS CHAMPARNAUD, « *Best execution ; un chantier pour les sociétés de gestion* », novembre 2004 n° 663 p. 48 ;

PHILIPPE GOUTAY, « *La fin du principe de concentration des ordres* », février 2003 n° 644 p. 29 ;

XAVIER TESSIER, « *Les conditions d'un marché efficient et intègre* », février 2003 n° 644 p. 644 ;

Petites Affiches

ALAIN PIETRANCOSTA, « *La modernisation des voies de l'harmonisation européenne du droit boursier* », 6 octobre 2004 n° 200 p. 3 ;

Revue Banque :

LOIC CHOQUET, « *Directive MIF : oasis ou mirage ?* », mars 2006 n° 678 p. 54

HUBERT de VAUPLANE, « *L'obligation de meilleure exécution (best execution)* », octobre 2005 n° 673 p 97 ;

Revue d'économie financière :

MICHEL PRADA, « *Une nouvelle organisation des marchés : les enjeux de la directive MIF* », 2005 p. 41 ;

DOCUMENTS :

Avis Technique du CEVM (CESR) sur les mesures d'application de la Directive 2004/39/CE, Avril 2005 (en anglais) ;

Compte rendu de la 6^{ème} journée d'information des responsables du contrôle des services d'investissement, du contrôle interne et de la déontologie ;

Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil ;

Draft Summary record of the 39th Meeting of the Europea Securities Committee 22-23 Februray 2006;

Frequently Asked Questions on MiFID: Draft implementing "level 2" measures;

Note explicative « *Background note* » de la Commission sur le projet de Directive de la Commission portant mesures d'exécution de la Directive 2004/39/CE ;

Projet de Directive de la Commission portant mesures d'exécution de la Directive 2004/39/CE ;

Response to FSA consultation paper on best execution

SITES INTERNET

www.amf-france.org

www.cesr-eu.org

www.europa.eu.int

www.fsa.gov.uk

www.legifrance.gouv.fr

www.sec.gov