

L'OBLIGATION DE MEILLEURE EXÉCUTION, PRINCIPALE INNOVATION



Philippe Arestan

Responsable
Regulatory

Avec la participation
de Fabien Fourtier
et de Bruno Gorichon,
juristes financiers

Service juridique de
la direction des
Marchés de capitaux

**Calyon CIB -
groupe
Crédit Agricole**

La meilleure exécution est une conséquence de la suppression de la règle de concentration des ordres sur les marchés réglementés.

Le prestataire doit mettre en œuvre une politique d'exécution des ordres lui permettant non seulement d'atteindre cet objectif, mais aussi de démontrer a posteriori qu'il l'a atteint.

La *best execution* ou meilleure exécution est l'obligation faite au prestataire de services d'investissement (PSI) de prendre toutes les mesures raisonnables lui permettant de fournir à son client le meilleur résultat possible lors de l'exécution des ordres. Cette obligation de moyens s'explique comme une conséquence de la suppression de la règle de concentration/centralisation des ordres sur les marchés réglementés. Cette règle conduisait à l'établissement naturel d'un prix d'équilibre unique pour toutes les transactions portant sur le même instrument financier, ce qui participait à la meilleure exécution possible quant au prix. À compter de l'entrée en vigueur de la MIF, prévue le 1^{er} novembre 2007, il résultera de la suppression de la règle de concentration, une mise en concurrence des

différents modes de négociation : marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation (*multilateral trading facilities* ou MTF), et internalisation (systématique ou non).

Le législateur européen a toutefois été conscient du fait que ce renforcement de la mise en concurrence était potentiellement porteur de divers dysfonctionnements : fragmentation de la liquidité, dégradation de l'efficacité du processus de formation des prix, détérioration de l'accès du client à l'information, difficulté d'appréciation de la qualité d'exécution des ordres... Ces risques ont donc logiquement justifié que des garde-fous soient organisés par la directive MIF afin de redonner une cohérence aux marchés financiers ainsi mis en concurrence : les principaux moyens employés sont les règles de transparence *pre* et *post-trade*, mais aussi, et peut-être surtout, l'obligation de meilleure exécution.

Le régime juridique de cette obligation de meilleure exécution est organisé à la fois par la directive-cadre et par ses mesures d'application [1]. Les modalités de cette meilleure exécution possible de l'ordre du client sont décrites dans la politique d'exécution que le PSI doit mettre en place.

LES CONDITIONS ET LIMITES DE L'OBLIGATION DE MEILLEURE EXÉCUTION

L'article 21 de la directive-cadre, dans son alinéa 1^{er}, impose au PSI de prendre toutes les mesures raisonnables pour fournir à son client le meilleur résultat possible lors de l'exécution de son ordre. Si le champ de cette obligation est très large (*encadré 1*), il est toutefois soumis à des conditions et fait l'objet de limites.

L'exécution au mieux des intérêts du client repose sur une appréciation multicritère des conditions d'exécution : le couple prix/coûts (ces derniers incluant les coûts d'exécution, mais également les coûts de règlement-livraison [2]), la qualité d'exécution (rapidité, probabilité de la livraison et du règlement, impact de marché), les caractéristiques (taille et nature) de l'ordre,



I. LE CHAMP DE LA MEILLEURE EXÉCUTION

UNE OBLIGATION TRÈS LARGE

L'obligation de meilleure exécution est très large puisqu'elle concerne tous les PSI qui exécutent des ordres portant sur tous types d'instruments financiers transmis par leurs clients.

■ Les prestataires redevables de l'obligation

L'obligation de meilleure exécution concerne les PSI qui agissent en qualité d'intermédiaire, en rendant un service pour compte de tiers (voir infra), comme les PSI qui se portent contreparties de leurs clients.

■ Les services d'investissement visés par l'obligation

La meilleure exécution est due au premier chef par tout PSI qui exerce le service d'"exécution d'ordres pour le compte de tiers", ce que confirme expressément l'intitulé de l'article 21 de la directive-cadre : "Obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client". L'article 45 du projet de directive d'application stipule que "des obligations analogues" à la meilleure exécution pèsent également sur les PSI qui rendent le service de

"réception-transmission d'ordres pour compte de tiers", ou qui gèrent des portefeuilles-titres pour compte de tiers (ie les sociétés de gestion de portefeuille individuelle*). Pour autant, l'obligation de meilleure exécution n'a pas la même portée pour les sociétés de gestion de portefeuille individuelle (SGP) et pour les récepteurs-transmetteurs d'ordres (RTO). En effet, les SGP et les RTO transmettent leurs ordres pour exécution à d'autres PSI eux-mêmes tenus à l'obligation de meilleure exécution. Or, il ne paraît pas utile de prévoir une pluralité de niveaux de meilleure exécution dans une même chaîne d'intermédiation ; c'est la raison pour laquelle, pour les SGP et les RTO, l'obligation de meilleure exécution se limite à prendre les mesures nécessaires pour sélectionner les entités qui vont exécuter leurs ordres, et à prendre les mesures correctrices en cas de défaillance de ces dernières. Des clarifications pourront utilement intervenir lors de la transposition par chaque État membre, dont la France.

■ Les instruments financiers couverts par l'obligation

La meilleure exécution s'applique à tous les instruments financiers, qu'il s'agisse d'actions, d'obligations, ou de produits dérivés, notamment ceux négociés OTC. Cependant, le considérant 64 du projet de directive d'application précise que l'obligation de meilleure exécution ne peut pas s'appliquer de la même manière à toutes les catégories d'instruments financiers. L'obligation doit être adaptée notamment lorsqu'elle porte sur des instruments financiers pour lesquels il n'existe pas de références de marchés : la mise en œuvre de l'obligation de meilleure exécution suppose, en effet, de pouvoir comparer entre eux des produits comparables. Tel n'est pas, par exemple, le cas des produits dérivés conclus de gré à gré et non standardisés. Un tel contrat devrait pouvoir être assimilée à l'exécution d'une instruction spécifique du client pour laquelle le respect de l'obligation de meilleure exécution est

présumé (voir infra). Lorsque l'obligation de meilleure exécution trouve ainsi sa limite, il n'en résulte pas pour autant que le PSI s'affranchit de toute obligation envers son client : s'il n'a pas à satisfaire à la meilleure exécution, il reste néanmoins tenu d'agir "d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts desdits clients" (article 19.1 de la directive-cadre).

■ Les clients bénéficiaires de la meilleure exécution

La meilleure exécution bénéficie à tous les clients de détail ou professionnels, mais pas à ceux qui appartiennent à la catégorie des contreparties éligibles. Ces dernières peuvent toutefois demander à leur prestataire, soit de façon générale, soit pour certains services d'investissement, d'être considérées comme clients professionnels, voire même comme clients de détail : dans ce cas, le PSI leur est redevable de la meilleure exécution.

* La gestion collective fait l'objet de la directive OPCVM.

“La meilleure exécution ne tolère que deux exceptions : la relation avec une contrepartie éligible et l'instruction spécifique du client.”

ainsi que toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre. Le PSI doit évaluer l'importance relative de ces critères en tenant compte tant de la nature de l'ordre que des caractéristiques du client (client de détail ou client professionnel), des instruments financiers et du lieu d'exécution vers lequel cet ordre est dirigé. Ainsi, par exemple, dans la relation avec un client de détail, un critère important à prendre en compte est le couple prix/coût, sur la base d'un prix total incluant toutes les dépenses liées au traitement de l'ordre du client.

La meilleure exécution ne tolère que deux exceptions : la relation avec une contrepartie éligible et l'instruction spécifique du client. Le prestataire est, en effet, réputé avoir satisfait à son obligation de meilleure exécution lorsqu'il exécute un ordre en se conformant aux modalités particulières demandées par le client. Toutefois, si l'instruction spécifique du client ne porte que sur une partie ou aspect de l'ordre, le PSI est considéré ne s'être acquitté de son obligation de meilleure exécution que pour la partie ou aspect de l'ordre qui est en relation avec l'instruction spécifique du client (considérant 62 du

2. REPÈRES

LA CONTRACTUALISATION
DE LA POLITIQUE D'EXÉCUTION

La contractualisation de la politique d'exécution du PSI doit porter sur les différents aspects de la relation entre le PSI et son client :

■ **L'information du client.** En termes d'information, le PSI doit à ses clients de détail ou professionnel une information appropriée sur sa politique d'exécution des ordres : pour chaque catégorie d'instruments financiers, le PSI doit informer son client sur les lieux d'exécution retenus et les facteurs influençant le choix de ces lieux. Le PSI est également tenu à une information spécifique de son client si sa politique d'exécution prévoit que les ordres peuvent être exécutés en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF. De même, le PSI doit informer son client de toute modification importante de

ses procédures ou de sa politique d'exécution. Des exigences supplémentaires sont requises en faveur du client de détail. L'information sur la politique d'exécution du PSI doit leur être fournie suffisamment à l'avance par rapport à la prestation de service, sur un support durable ou sur un site Internet. L'information doit inclure l'importance relative – ou le processus par lequel le PSI détermine l'importance relative – des facteurs utilisés par le prestataire pour définir sa politique, ainsi qu'une liste des lieux d'exécution. Le client doit enfin être informé du fait que s'il donne au PSI des instructions spécifiques, le PSI risque d'être dans l'impossibilité de mettre en œuvre sa politique d'exécution.

■ **Le consentement du client.** Ce dernier doit donner son consentement sur la politique d'exécution de son PSI, avant que ses ordres puissent être exécutés. Le consentement du client doit être exprès (sous forme d'accord général ou pour des transactions déterminées) lorsque qu'il est prévu que l'ordre soit exécuté en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF, c'est-à-dire notamment par internalisation (que cette dernière soit systématique ou non), le PSI se portant alors contrepartie des ordres de ses clients. Le recueil du consentement des clients suppose que le PSI mette en place et gère une documentation contractuelle incluant sa politique d'exécution. Cette documentation permettra en outre au PSI d'apporter

la preuve du consentement de ses clients à sa politique de meilleure exécution.

■ **Le recueil de la preuve.** Dans le domaine de la preuve de la meilleure exécution, le PSI doit pouvoir démontrer au client, à la demande de ce dernier, qu'il a respecté son obligation de meilleure exécution au regard de la politique d'exécution acceptée par le client. Il s'agit donc d'une obligation de moyens. En outre, la banque doit pouvoir justifier au client comme au régulateur que les ordres ont été exécutés conformément à la politique d'exécution définie : cela suppose une "traçabilité" des opérations et l'enregistrement des données relatives à ces opérations.

projet de directive d'application). Le prestataire est donc redevable de son obligation pour les parties ou aspects de l'ordre qui ne sont pas couverts par cette instruction spécifique.

LA MISE EN ŒUVRE D'UNE POLITIQUE D'EXÉCUTION DES ORDRES DES CLIENTS

Le PSI redevable de l'obligation de meilleure exécution doit prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour son client. Le prestataire doit donc définir et mettre en œuvre un processus lui permettant, d'une part, d'atteindre cet objectif et, d'autre part, de démontrer a posteriori (tant au client qu'au régulateur) qu'il l'a atteint. Il s'agit de la politique d'exécution des ordres : si elle suppose que le PSI mette en place une organisation, cette politique passe par la description de son contenu, nécessite une contractualisation envers le client, et doit être revue de façon périodique.

■ **La mise en œuvre d'une politique d'exécution sup-**

pose une certaine forme d'organisation du PSI. Sur un plan très pratique, celle-ci consistera à croiser, sous une forme matricielle, différentes entrées telles que la qualité du client (détail, professionnel, contrepartie éligible), les services d'investissement proposés, ainsi que les instruments financiers concernés (actions, obligations, dérivés OTC), sachant que selon sa catégorie d'appartenance, un client peut demander à en changer, à tout moment en cours de relation, soit pour obtenir plus de protection (*opt-in*), soit pour renoncer à tout ou partie de sa protection (*opt-out*), pour l'intégralité des services et instruments financiers ou seulement pour certains d'entre eux. Il est donc vraisemblable qu'un PSI ne mettra pas en œuvre une politique d'exécution unique, mais une pluralité de politiques qui tiendront compte des combinaisons pertinentes qu'il aura décelées entre les catégories de clients, les services d'investissements, et les instruments financiers.

■ **Le contenu de la politique d'exécution du PSI.** Pour



chaque catégorie d'instruments financiers, les PSI doivent inclure dans leur politique d'exécution au moins les lieux d'exécution qui leur permettent "d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible". Les lieux d'exécution possibles font parties des différentes catégories énumérées par la MIF : marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation (MTF), internalisateurs systématiques, *market makers* et autres apporteurs de liquidité. Afin de choisir des lieux d'exécution pertinents, le PSI doit prendre en compte différents critères tels que la classification du client (détail ou professionnel), la nature de l'ordre, les caractéristiques des instruments financiers concernés, les caractéristiques des lieux d'exécution, l'existence d'instructions spécifiques du client et – pour un client de détail – l'importance particulière du "prix tout compris" (ie le prix du produit auquel sont ajoutés les coûts liés à l'exécution). Les différences de coûts refacturés au client, en fonction des lieux d'exécution, doivent correspondre à des différences réelles dans les coûts d'exécution supportées par le PSI.

■ **La contractualisation de la politique d'exécution du PSI.** Celle-ci doit porter sur les différents aspects de la relation entre le PSI et son client : information du client quant au contenu de la politique d'exécution, recueil de l'accord du client sur cette politique, modalités de preuve de la meilleure exécution (encadré 2).

■ **La surveillance et la mise à jour de la politique d'exécution par le PSI.** La politique d'exécution doit être revue par le prestataire de façon périodique. En ce sens, le

« Le prestataire doit surveiller ses procédures et ses politiques d'exécution afin, le cas échéant, d'en déceler les possibles lacunes et d'y remédier. »

prestataire doit surveiller ses procédures et ses politiques d'exécution afin, le cas échéant, d'en déceler les possibles lacunes et d'y remédier. Par ailleurs, le prestataire doit procéder à un examen régulier des lieux d'exécution afin de vérifier si ceux qu'il a inclus dans ses politiques d'exécution permettent d'obtenir les meilleurs résultats possibles pour ses clients. Au vu des résultats de cet examen, le PSI doit le cas échéant apporter à ses politiques d'exécution les modifications nécessaires.

EN ATTENTE DE TRANSPOSITION...

La meilleure exécution est une des principales innovations de la nouvelle directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) par rapport à la directive sur les services d'investissement (DSI) de 1993. Comme le montrent les modalités fixées par la directive, il s'agit principalement d'une obligation de moyens. La transposition est en cours et fera l'objet de dispositions législatives prises par ordonnance dans le règlement général de l'AMF. ■

1. Les mesures de niveau 2 (projets de règlement et de directive) n'étant pas définitivement arrêtées au 28 mai 2006, date de rédaction du présent article, les textes d'application auxquels il est fait référence sont les derniers projets connus, datés du 21 avril 2006.

2. Il est possible que les mesures d'exécution définitives ajoutent les coûts internes au PSI.

www.demos.fr

Ne manquez pas le séminaire

« COMMODITIES

Matières Premières et Dérivés de Matières Premières »

Avec l'intervention de :

HELYETTE GEMAN
 Birkbeck, University of London & ESSEC Business School.
 Auteur du livre « *Commodities and Commodity Derivatives : Agriculturals, Metals and Energy* »



Programme disponible au
01 44 94 58 43

A Paris, le **Jeu**di 30 novembre 2006

Demos - Département Banque - 20 rue de l'Arcade 75008 Paris • banques@demos.fr

