

**MESURES D'EXECUTION DE LA DIRECTIVE
SUR LES MARCHES D'INSTRUMENTS FINANCIERS (MIF)**

**Aspects of the definition of investment advice and of the general
obligation to act fairly, honestly and professionally in the best
interests of clients**

Best Execution

Market Transparency

Second consultation paper (March 2005)

Observations du Groupe Crédit Agricole

Financier privilégié de l'agriculture depuis l'origine, le Groupe Crédit Agricole a élargi au fil du temps son domaine d'activité pour devenir le partenaire de tous les acteurs économiques : particuliers, professionnels, collectivités locales et entreprises, auxquels il propose une gamme complète de services bancaires, financiers et d'assurance. Le Groupe est particulièrement présent auprès des grandes clientèles, sur les marchés et à l'international, où il est implanté dans 60 pays, notamment au travers de sa filiale Calyon, Corporate and Investment Bank. Plus précisément, le portefeuille d'activités de Calyon s'articule autour de deux pôles, un pôle de banque de marchés et d'investissement (activités de trading, vente de produits de marchés standards ou structurés, courtage, conseil aux entreprises et opérations de haut de bilan), et un pôle de banque de financement (financements d'actifs, syndication, financements structurés). Le Groupe Crédit Agricole poursuit également son développement dans les métiers de la gestion d'actif et de la banque privée, en France, en Europe et à l'international.

*

Dans le cadre de la préparation de son avis à la Commission Européenne sur le deuxième jeu de mandats relatifs aux mesures d'exécution de la directive MIF, le CESR a lancé le 3 mars 2005 une deuxième consultation sur les relations avec la clientèle, la meilleure exécution et la transparence de marché (CESR/05-164), dont le terme est fixé au 4 avril 2005.

Le Groupe Crédit Agricole souhaite faire les commentaires réunis ci-après.

*

**Chapter 1 : General Obligation to act fairly, honestly and professionally and in
accordance with the best interests of the client (article 19(1)) – lending to retail clients**

Le CESR prévoit une obligation de « suitability » pour les prêts consentis aux investisseurs pour lui permettre d'acquérir des instruments financiers : avant de consentir un tel prêt affecté à un investisseur, le prestataire doit s'assurer que ce prêt est adapté à ses besoins. Cette obligation s'impose plus particulièrement aux établissements qui n'ont statutairement la possibilité de ne faire que du crédit affecté (par exemple, les entreprises d'investissement membres d'un marché réglementé). Les banques multi-capacitaires, en revanche, n'auront pas à supporter cette obligation lorsqu'elles consentiront un crédit non affecté.

Chapter 2 : The definition of investment advice (Article 4 (1) (4)) – generic and specific advice

Le Groupe Crédit Agricole estime que l'article 4(1) (4) vise uniquement le conseil spécifique. Il convient d'ailleurs de relever avec satisfaction que la majorité des réponses à la première consultation du CESR est en faveur du conseil spécifique (donc défavorable à l'inclusion de conseil générique dans le périmètre du Conseil en investissement). Le Groupe Crédit Agricole soutient ce courant majoritaire dans la mesure où il estime important de ne pas confondre l'obligation d'information voire de conseil préalable à une vente (où la banque est clairement côté vendeur) avec le nouveau service de « investment advice » qui est un métier à part entière, rémunéré à ce titre, dans lequel le conseiller est clairement côté acheteur, et dont les recommandations patrimoniales peuvent, ou non, aboutir à une préconisation d'achat d'un produit ou de souscription d'un service, parmi ceux proposés par la banque ou même chez un concurrent.

Chapter 3 : Best execution (Articles 19(1) and 21)

I.- La soumission par le CESR des récepteurs/transmetteurs d'ordres et des gestionnaires de portefeuille pour leur activité de transmission d'ordres à l'obligation de « best execution »

Le CESR souhaite étendre l'obligation de « best execution » aux récepteurs/transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille au titre de leur activité de transmission d'ordres.

Dans ce cadre, les récepteurs/transmetteurs d'ordres et les gestionnaires de portefeuille au titre de leur activité de transmission d'ordres :

- seraient obligés de sélectionner les membres de marché en fonction de critères objectifs qui servent les intérêts des clients,
- devraient informer les clients, si tel est le cas, qu'une entité du groupe a été choisie comme membre de marché,
- auraient un droit et même un devoir d'examen et de contrôle quotidien de la politique d'exécution des ordres des membres de marché choisis.

A. Pour le Groupe Crédit Agricole, l'article 21 ne peut s'appliquer qu'à l'activité d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et ne peut donc pas s'appliquer à l'activité de réception/transmission d'ordres ni à l'activité de transmission d'ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille, pour des raisons à la fois pratiques et juridiques

1. D'un point de vue pratique, l'article 21 ne peut pas s'appliquer à l'activité de réception/transmission d'ordres ou à celle de transmission des ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille

Les récepteurs/transmetteurs d'ordres n'ont pas pour fonction d'intervenir directement sur les marchés pour « exécuter » des ordres. Leur rôle est de transmettre à des intermédiaires « membres de marché » qu'ils ont préalablement sélectionnés, les ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers émanant de leur clientèle, afin que ces membres de marché les « exécutent » sur les marchés.

Les gestionnaires de portefeuille pour compte de tiers, au titre de leur activité de transmission d'ordres, n'ont pas non plus pour fonction d'intervenir directement sur les marchés pour « exécuter » des ordres. Agissant en vertu d'un mandat de leur clientèle, leur rôle est de transmettre à des intermédiaires « membres de marché » qu'ils ont préalablement sélectionnés, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers, afin que ces membres de marché les « exécutent » sur les marchés.

2. D'un point de vue juridique, l'article 21 ne peut pas s'appliquer à l'activité de réception/transmission d'ordres ou à celle de transmission des ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille

Pour justifier l'application de l'article 21 aux deux activités mentionnées, le CESR se fonde sur les dispositions de l'article 19.1 de la directive qui indique que les intermédiaires qui fournissent des services à leurs clients doivent agir d'une manière équitable et professionnelle, qui serve au mieux les intérêts de ces clients. Or, l'application de l'article 21 à l'activité de réception/transmission d'ordres et à celle de transmission des ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille est juridiquement infondée, parce qu'elle est contraire au texte même de la directive.

En effet, l'article 21 de la directive concerne l'activité d'exécution d'ordres et non les activités de réception/transmission d'ordres ou de transmission d'ordres. Ne sont donc visés par ce texte que les intermédiaires qui exécutent les ordres de clients, ce qui recouvre à la fois l'activité d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et l'activité de contrepartie. Cette analyse est fondée à la fois sur l'intitulé de l'article 21 et sur son contenu (article 21, paragraphe 1 : les entreprises d'investissement doivent prendre « *toutes les mesures raisonnables pour obtenir lors de l'exécution des ordres le meilleur résultat possible pour leurs clients ...* »).

L'extension de l'obligation de « best execution », envisagée par le CESR, contrevient donc aux dispositions de l'article 21. Or, les dispositions d'application de niveau 2 édictées par CESR ne peuvent aller au-delà de la directive.

A cet égard, et de manière générale, lorsque la directive souhaite imposer des obligations à l'ensemble des intermédiaires financiers, elle l'indique explicitement dans le texte. L'article 19, justement, peut être pris en exemple, car il soumet l'ensemble des intermédiaires financiers à des règles générales de bonne conduite lorsqu'ils fournissent des services d'investissement à des clients. A cet égard, justement, il est logique de considérer que les récepteurs/transmetteurs d'ordres et les gérants de portefeuille au titre de leur activité de transmission d'ordres sont soumis à l'article 19 de la directive.

B. Toutes les obligations imposées par le CESR aux récepteurs/transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille ne sont pas justifiées

1. Pour le Groupe Crédit Agricole, l'obligation imposée aux récepteurs/transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille d'examiner et de contrôler quotidiennement la politique d'exécution des ordres du membre de marché n'est pas acceptable car elle constituerait un mélange des rôles et des responsabilités entre les intermédiaires

Pour le Groupe Crédit Agricole, il est légitime d'obliger les récepteurs/transmetteurs d'ordres et les gestionnaires de portefeuille à sélectionner, sur la base de critères objectifs, les membres de marché qui ont mis en place une « politique d'exécution des ordres » efficiente. Cette obligation ne peut toutefois aboutir à un mélange des rôles, et donc des responsabilités, entre, d'une part, les membres de marché et, d'autre part, les récepteurs/transmetteurs d'ordres et les gestionnaire de portefeuille.

- a) *Le récepteur/transmetteur d'ordres et le gestionnaire de portefeuille n'ont pas à intervenir sur l'activité quotidienne des membres de marché*

En contrepartie, ils n'ont pas à assumer, à la place du membre de marché, une éventuelle faute de sa part.

- b) *Le récepteur/transmetteur d'ordres et le gestionnaire de portefeuille n'ont pas à influencer la politique de « membership » du membre de marché*

Le rôle d'un récepteur/transmetteur d'ordres et d'un gestionnaire de portefeuille n'est pas de décider, à la place du membre de marché, du choix du système d'exécution des ordres de la clientèle, ni d'assumer les conséquences de ce choix.

Certes, au sein d'une banque à réseau, les intérêts du récepteur/transmetteur d'ordres (le réseau) et du membre de marché convergeront souvent. Mais la responsabilité, en dernier ressort, du choix des systèmes d'exécution utilisés doit être laissée au membre de marché lui-même. A cet égard, le membre de marché doit pouvoir refuser de devenir membre de tel ou tel marché si ce refus est justifié de manière objective (par exemple, si les coûts d'accès à ce marché sont très élevés, ou encore si le nombre d'ordres à exécuter sur ce marché est très faible).

En revanche, un client peut légitimement demander à son récepteur/transmetteur d'ordres ou à son gestionnaire de portefeuille de l'informer de la politique d'exécution des ordres des membres de marché qui ont été choisis.

2. Le Groupe Crédit Agricole reconnaît en revanche que deux obligations imposées par le CESR aux récepteurs/transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille font partie de leurs obligations professionnelles

- a) *Pour le Groupe Crédit Agricole, l'obligation de sélection des membres de marché selon des critères objectifs qui répondent aux intérêts du client fait partie des obligations professionnelles des récepteurs/transmetteurs d'ordres et des gestionnaires de portefeuille*

La préservation des intérêts des clients conduit à sélectionner les seuls membres de marché dont le professionnalisme est reconnu. En France, cette obligation existe déjà pour les gestionnaires de portefeuille et pour les récepteurs/transmetteurs d'ordres.

b) Pour le Groupe Crédit Agricole, l'obligation d'informer le client qu'une entité du groupe a été choisie (éventuellement avec des entités extérieures) comme membre de marché fait également partie des obligations professionnelles des récepteurs/transmetteurs d'ordres et des gestionnaires de portefeuille

Ce point soulève néanmoins deux observations :

- l'indication du nom du ou des membres de marchés choisis semble légitime, que ces membres de marché fassent ou non partie du groupe du récepteur/transmetteur d'ordres ou du gestionnaire de portefeuille ;
- le CESR fonde cette obligation sur l'existence d'un possible « conflit d'intérêt ». Pour le Groupe Crédit Agricole, la sélection par un récepteur/transmetteur d'ordres (ou par un gestionnaire de portefeuille) d'un membre de marché appartenant au même groupe que lui ne doit pas être suspectée a priori, dès lors que ce membre de marché a été choisi en raison de son professionnalisme.

II. - Les propositions de CESR concernant l'importance relative des différents critères de la « best execution »

A. Le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le CESR sur les modalités de détermination de l'importance relative des différents critères

La détermination de l'importance relative des différents critères de la « best execution » implique de tenir compte des types de clientèle, des types d'ordres donnés et des systèmes d'exécution choisis.

La détermination de l'importance relative de ces critères doit être laissée à la discrétion de l'intermédiaire membre de marché, dès lors que ce dernier agit avec le souci de l'intérêt du client et que l'information donnée à celui-ci est claire et complète.

B. Le Groupe Crédit Agricole accepte l'obligation pour un membre de marché de justifier au client « retail » qu'un critère est plus important que le prix ou le coût, mais à la condition que cette justification ne soit pas trop détaillée et puisse être fournie une fois pour toutes, lors de l'information du client sur sa « politique d'exécution des ordres »

Lorsqu'un intermédiaire membre de marché agit pour le compte d'un client « retail », et qu'il estime qu'un critère est plus important que le prix ou le coût, CESR souhaite imposer à l'intermédiaire de l'indiquer au client et de lui en apporter la justification.

Le Groupe Crédit Agricole reconnaît que le prix et le coût sont des critères très importants, et même souvent prédominants pour les clients particuliers, et donc qu'il est légitime de demander à un membre de marché d'indiquer à son client qu'il a estimé, lors de l'exécution de tel ordre par exemple, qu'un critère autre que le prix ou le coût était prédominant (par

exemple, la rapidité d'exécution de l'ordre ou encore la forte liquidité offerte par tel ou tel marché).

Toutefois, le Groupe Crédit Agricole souhaite apporter deux précisions. En premier lieu, cette obligation d'information et de justification ne doit pas être trop lourde et entrer dans des détails techniques. Ainsi, la justification que le membre de marché doit fournir à son client ne doit pas le conduire à devoir détailler les éléments de comparaison entre les marchés (par exemple, les degrés de liquidité comparés entre les marchés). En second lieu, d'un point de vue pratique, il est matériellement impossible pour un membre de marché de remplir cette obligation transaction par transaction. Au demeurant, cela serait beaucoup trop coûteux pour lui, et donc pour le client. Cette obligation doit pouvoir être remplie par le membre de marché en amont, une fois pour toutes, lors de l'information fournie par le membre de marché sur sa politique d'exécution des ordres, étant entendu que le client doit donner son accord sur cette politique avant leur entrée en relations. Le membre de marché doit être habilité à indiquer dans sa politique d'exécution des ordres qu'il se réserve le droit, par exemple, d'exécuter les ordres de ses clients sur un marché occasionnant des coûts de transaction élevés s'il considère que ce marché est plus liquide et permet une exécution plus rapide des ordres.

III. - La mise en place et la revue de la « politique d'exécution des ordres » par le membre de marché

A. Le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le CESR sur les modalités d'établissement de la « politique d'exécution des ordres », mais émet des réserves sur la question des coûts d'accès aux marchés

Le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec CESR sur les différents facteurs que le membre de marché pourrait prendre en compte pour choisir tel ou tel système d'exécution des ordres (ex : la rapidité, la qualité du service fourni, les fourchettes du marché, le volume traité, ...). Le Groupe Crédit Agricole est également satisfait que CESR reconnaisse aux membres de marché la faculté de prendre en compte d'autres critères, dès lors qu'ils sont choisis objectivement.

En revanche, Le Groupe Crédit Agricole n'est pas d'accord avec le CESR sur la question spécifique des coûts d'accès à un système d'exécution. Le CESR reconnaît qu'il s'agit d'un critère légitime de sélection, mais considère qu'un intermédiaire qui souhaite éviter de payer des frais d'adhésion élevés à un marché, et donc de les faire supporter au client, peut résoudre cette difficulté en utilisant les services d'un membre de marché local. Le Groupe Crédit Agricole ne partage pas ce point de vue. En effet, le recours à un membre de marché local occasionnera des frais à l'intermédiaire français et, en conséquence, le coût global de l'opération pour le client englobera à la fois la rémunération propre de l'intermédiaire et le coût du service offert par le membre de marché local, répercuté par l'intermédiaire français.

B. Le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le CESR, sous certaines réserves, sur les modalités de revue de la « politique d'exécution des ordres »

Le Groupe Crédit Agricole est satisfaite que le CESR laisse à la discrétion du membre de marché les modalités de revue de la politique d'exécution des ordres (dès lors, bien entendu, que la revue est faite avec objectivité).

Par ailleurs, le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le CESR pour envisager la révision de la politique d'exécution des ordres une fois par an.

En revanche, le Groupe Crédit Agricole ne souhaite pas que le CESR impose aux intermédiaires une trop grande fréquence des contrôles de leur politique d'exécution des ordres, car cela engendrerait des coûts supplémentaires sans bénéfice réel pour les clients. En ce sens, une fréquence des contrôles inférieure à 12 mois semble excessive pour mesurer les performances respectives des marchés, sauf bien évidemment, dans l'hypothèse d'une modification significative de l'environnement réglementaire ou de marché au cours de ladite période (par exemple, si un nouveau système d'exécution se crée au cours de la période et capte très rapidement une grande partie de la liquidité des systèmes d'exécution existants).

C. Le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le CESR pour obliger les membres de marché à transmettre aux clients des informations sur les systèmes d'exécution des ordres dont ils sont directement membres, dès lors que ces informations restent générales

Le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le CESR pour obliger le membre de marché à communiquer au client des informations sur les systèmes d'exécution des ordres dont il est directement membre.

Toutefois, le Groupe Crédit Agricole considère que seules des informations d'ordre général doivent être couvertes par cette obligation. Il en est ainsi, par exemple, du nom des marchés (les conventions de services le prévoient déjà souvent), des qualités de ces marchés (leur liquidité, la sécurité qu'ils offrent aux investisseurs en termes d'exécution et de règlement/livraison des opérations, ...). En revanche, la transmission d'informations plus spécifiques (ex : le montant des coûts d'accès aux marchés ; les règles de fonctionnement de ces marchés) n'est pas envisageable, pour des raisons matérielles et commerciales.

D. Le Groupe Crédit Agricole souhaite que le CESR confirme le droit d'un intermédiaire de refuser une instruction spécifique du client qui entre en conflit avec sa propre politique d'exécution des ordres

Le Groupe Crédit Agricole ne souhaite pas qu'un intermédiaire soit obligé d'accepter une instruction spécifique du client qui serait en contradiction avec la politique d'exécution des ordres qu'il a mise en place. Même si les termes employés par le CESR (par exemple, « box 4 », page 35) vont dans ce sens, le CESR devrait le confirmer clairement.

Si l'intermédiaire accepte d'exécuter une instruction spécifique du client qui est en contradiction avec sa politique d'exécution des ordres, le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le CESR pour envisager l'envoi par l'intermédiaire à son client d'un avertissement sur les risques spécifiques encourus par le client et sur la possible impossibilité pour l'intermédiaire de respecter son obligation de « best execution ». En effet, dans cette hypothèse, l'instruction du client serait exécutée aux risques du seul client.

IV. – Pour le Groupe Crédit Agricole, l'obligation de « best execution » n'est ni applicable, ni adaptée aux instruments financiers à terme (IFT) de gré à gré

A. Pour le Groupe Crédit Agricole, l'obligation de « best execution » n'est pas applicable aux IFT de gré à gré

1. L'exécution d'un ordre suppose que l'on exécute l'ordre d'un client sur la base d'un mandat donné initialement

a) *En vertu de la directive, pour que la best execution s'applique, il doit y avoir exécution d'un ordre*

Cela ressort à la fois de l'intitulé même de l'article 21 (« obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client ») et du contenu de cet article, qui dispose ensuite, dans son 1., que les entreprises d'investissement « *doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir lors de l'exécution des ordres le meilleur résultat possible pour leurs clients (...)* ».

Lorsque la directive souhaite étendre des obligations pour tous les services d'investissement, elle le mentionne expressément. C'est notamment le cas de l'article 19 qui vise « les règles de conduite pour la fourniture de services d'investissement à des clients ». La restriction de la best execution à la seule exécution d'ordres n'est donc pas fortuite.

b) *L'exécution d'un ordre suppose que le client ait donné un mandat au PSI*

Un ordre est juridiquement un mandat donné par un client à un PSI en vue de vendre ou d'acheter un instrument financier (titre ou contrat). Ab initio, le client s'adresse au PSI en sa qualité d'intermédiaire de marché (le client n'ayant pas lui-même qualité pour agir sur les marchés sur lesquels sont négociés ces instruments financiers).

c) *En conséquence, il y a exécution d'ordres dans deux situations*

- le PSI exécute l'ordre en agissant comme intermédiaire : il achète (ou il vend), sur la base d'un mandat, l'instrument financier sur un marché réglementé, un MTF ou en rapprochant l'ordre du client avec un ordre en sens contraire ;
- le PSI se met en face à face pour exécuter l'ordre : il achète (ou il vend) au client un instrument financier qu'il a en portefeuille : il se porte contrepartie du client. Dans ce cas, le contrat initial de mandat se déboucle en un contrat de vente.

Dans les deux cas :

- au départ, il y a bien mandat, et à la fin, il y a bien exécution de l'ordre ;
- le prestataire a été sollicité comme intermédiaire et non comme contrepartie de l'opération (au sens où on l'entend dans les marchés de gré à gré).

d) *Cette notion d'exécution d'ordres est donc plus large que le service d'investissement d'exécution d'ordres pour compte de tiers*

L'exécution d'ordres recouvre en réalité deux services d'investissement, selon la façon dont l'ordre est exécuté. Il recouvre :

- le service d'exécution d'ordres pour compte de clients, lorsque le PSI exécute l'ordre comme intermédiaire (« *exécution d'ordres pour le compte de clients* » : **le fait de conclure des accords d'achat ou de vente d'un ou de plusieurs instruments financiers pour le compte de clients**) » ainsi que ;

- le service de négociation pour compte propre lorsqu'il exécute l'ordre en se portant contrepartie (« "négociation pour compte propre" : le fait de négocier en engageant ses propres capitaux un ou plusieurs instruments financiers en vue de conclure des transactions »).

2. Lorsqu'un client souhaite négocier de gré à gré des instruments financiers à terme, il n'y a pas exécution d'ordre sur la base d'un mandat donné initialement

Lorsqu'un client souhaite conclure un produit dérivé de gré à gré avec un PSI, il sait ab initio qu'il va traiter avec ce PSI comme contrepartie, cela en raison du caractère intuitu personae très marqué pour ces opérations (risque de contrepartie, etc.). En d'autres termes, il n'y a pas transmission d'ordre mais simplement l'expression d'une volonté de contracter avec le PSI. Or, si aucun ordre n'est donné, aucun ordre ne peut être exécuté : il ne peut donc pas y avoir de best execution au sens de l'article 21 de la directive.

B. Pour le Groupe Crédit Agricole, l'obligation de « best execution » n'est pas adaptée aux instruments financiers négociés de gré à gré

1. La best execution suppose une comparabilité des prix et des coûts supportés par le client, comparabilité qui paraît très difficilement applicable pour les opérations conclues de gré à gré

L'obligation de meilleure exécution suppose la recherche du meilleur résultat possible pour le client, celui-ci se mesurant au regard des critères de prix et de coût ainsi qu'au regard de critères qualitatifs (rapidité et probabilité de l'exécution et du règlement : art. 21.1 de la Directive). A cet effet, les prestataires de services d'investissement doivent avoir une politique d'exécution des ordres (art. 21.2), qui doit en outre inclure des informations sur les différents systèmes dans lesquels l'entreprise exécute les ordres de ses clients et les facteurs influant sur le choix du système d'exécution, et englober les systèmes qui permettent le meilleur résultat possible (art. 21.3).

L'obligation de meilleure exécution repose donc notamment, d'une part sur une comparaison des prix et des coûts supportés par le client, ce qui suppose leur comparabilité, et donc, d'autre part, sur la connaissance des éléments de comparaison.

Or, la comparabilité des prix et des coûts suppose l'identité des services. Elle n'est donc effectivement applicable qu'aux opérations standards sur des produits standardisés entre des personnes (le prestataire et son client) dont la nature ou la situation personnelle est indifférente. L'obligation de meilleure exécution ne peut donc pas raisonnablement s'appliquer notamment à des services sur mesure et/ou à des services rendus intuitu personae et/ou à des services pour lesquels la qualité de crédit du prestataire entre en ligne de compte. A contrario, la comparabilité n'est pas possible entre deux services ou produits qui n'existent pas sur le marché et sont chacun fabriqués ad hoc. En d'autres termes, la comparabilité n'est pas matériellement applicable à des services individualisés ou personnalisés.

Autrement dit, l'obligation de meilleure exécution possible, supposant une comparabilité des prix et la connaissance des éléments à comparer, peut porter sans difficulté sur les valeurs mobilières, parce qu'il s'agit de titres fongibles. En revanche, cette obligation ne peut porter sur des contrats (ce que sont les instruments financiers à terme : contrats d'option, contrats à

terme ferme, contrats de swap, etc.) que dans la mesure où ces contrats sont suffisamment standardisés pour être comparables et donc pouvoir être comparés.

2. Les clients ne sont pas pour autant dénués de protection

Si la best execution telle qu'elle est prévue par l'article 21 de la directive ne s'applique pas aux contrats non standardisés, dans cette hypothèse les clients ne sont pas pour autant dénués de protection : les règles générales des contrats et les règles de bonne conduite de l'article 19 de la Directive leur sont en tout état de cause applicables. Il résulte de ces règles que les PSI doivent agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts de leurs clients.

Chapitre IV - Transparence de marché

I – Commentaires généraux

1. Des propositions qui ont su prendre en compte les préoccupations des professionnels

De façon générale, le Groupe Crédit Agricole reconnaît la qualité des travaux menés par le CESR, en ce qu'il a pris en compte les principales préoccupations exprimées par les professionnels lors de la précédente consultation. Le souci de simplicité recherché dans les mesures d'application est aussi apprécié.

2. ... mais qui imposent de prévoir des procédures d'évaluation et, éventuellement, de réajustement souples et efficaces

Le Groupe Crédit Agricole estime néanmoins nécessaire de prévoir des procédures d'évaluation et, le cas échéant, de révision des méthodes de calcul et des différents seuils proposés par le CESR qui soient souples, rapides et efficaces. En effet, les calculs et les seuils choisis par le CESR sont aujourd'hui déterminés à partir de données incomplètes ; or, ces seuils auront un impact déterminant sur les conditions de fonctionnement des marchés. Il importe donc que le CESR vérifie avant de rendre son avis que ces seuils répondent correctement aux objectifs de transparence optimale fixés par la Directive et procède à d'éventuel réajustements (par exemple si l'on observe un élargissement de la fourchette de marché, signe d'un biais dans la formation des prix).

3. Des calculs fondés sur des données incomplètes

Le Groupe Crédit Agricole souhaite attirer l'attention du CESR sur le fait que ses propositions en matière de transparence pre trade, post trade et de calcul de la taille normale de marché sont fondées exclusivement sur des calculs réalisés à partir de données en provenance des carnets d'ordres centraux des marchés dirigés par les ordres.

Le Groupe Crédit Agricole estime qu'il s'agit d'une approche partielle : en premier lieu, elle semble nier la notion de marché réglementé pour lesquels il existe toute une catégorie de transactions réputées effectuées sur le marchés réglementés alors qu'elles n'ont pas été effectivement réalisées sur le carnet d'ordres central. CESR reconnaît d'ailleurs cet état de fait en proposant une définition de « negotiated trades » qui permet une exemption de transparence pre trade. En second lieu, il existe ou peut exister des modèles de marché dirigés

par les prix pour lesquels il n'y a, par essence, pas de transactions réalisées dans un carnet d'ordres central. En troisième lieu, les calculs ne prennent paradoxalement pas en compte les transactions réalisées hors marché, alors que la Directive a notamment pour objectif de permettre ce type de transactions.

Cette approche est particulièrement dommageable pour le calcul de la SMS puisqu'il ne prend en compte que les transactions réalisées sur les carnets d'ordre centraux, et encore de manière incomplète.

II. Réponse aux questions du CESR

A. Définition de l'internalisateur systématique (Box 1 page 40) : Des critères qualitatifs et quantitatifs pertinents, même si les seuils peuvent être revus

Le Groupe Crédit Agricole est tout à fait favorable aux nouvelles définitions données par le CESR pour qualifier les prestataires entrant dans le champ de l'internalisation systématique (**Questions 1.1 et 1.2**). La mise en place de critères quantitatifs, en fonction de la proportion d'ordres clients exécutés en compte propre, est particulièrement appropriée. Toutefois (**Question 1.3**), le montant de 20% paraît trop élevé dans la mesure où il permettrait à un nombre important d'internalisateurs systématiques de ne pas respecter leurs obligations de transparence. Le Groupe Crédit Agricole propose de fixer la proportion à 15 %.

Le Groupe Crédit Agricole est favorable à l'introduction d'un deuxième seuil, calculé par rapport à un pourcentage des volumes de transactions sur une valeur donnée, permettant d'assurer que des acteurs significatifs n'échappent pas au dispositif de transparence de marché. Toutefois, le Groupe Crédit Agricole ne dispose pas du recul nécessaire pour apprécier le seuil proposé de 0,5%. En première analyse, ce seuil paraît élevé. Là encore, une procédure d'évaluation doit être envisagée.

Le Groupe Crédit Agricole soutient la proposition d'ajouter un sous-paragraphe supplémentaire dans la Boîte 1, § 12 :

Les ratios définis aux articles 12 (a) et (b) feront l'objet d'une évaluation dans un délai d'un an après l'entrée en vigueur de la Directive MIF.

B. Définition des valeurs les plus liquides (Box 2 page 43) : Des critères adéquats, qui permettent de capter les valeurs européennes liquides

Le Groupe Crédit Agricole considère que l'approche du CESR est pertinente (**Question 2.1**). Notamment, le Groupe Crédit Agricole souscrit à la proposition de prendre en compte le flottant pour déterminer les valeurs les plus liquides et estime que la définition du flottant et le montant de 1 milliard d'euros sont appropriés et permettent de capter un nombre satisfaisant de valeurs. Sur la base du seul critère de flottant de 1 milliard d'euros, le nombre de valeurs françaises éligibles à l'article 27 est estimé à 57, celui des valeurs européennes à 367.

Par ailleurs, le Groupe Crédit Agricole est favorable à un calcul au niveau européen des valeurs liquides, l'objectif de la Directive MIF étant de créer un marché européen unifié des valeurs mobilières. Il serait donc totalement paradoxal d'introduire des éléments d'appréciation reliés au niveau national. Par ailleurs, la notion de liquidité, malgré sa difficulté d'appréhension, est nécessairement une notion unique qui ne peut recouvrir des

réalités différentes selon qu'elle est considérée de Londres ou de Malte. Enfin, la notion de titres liquides doit nécessairement être définie au regard des objectifs qui lui sont assignés : dans le cadre de l'article 27, dès lors qu'il s'agit de limiter l'exposition au risque des internalisateurs systématiques publiant des prix fermes, les raisons pour lesquelles la nature et la dimension de ce risque pourraient être différentes selon les pays et/ou les marchés n'apparaît pas.

C. Transparence pre trade (Box 3 page 53) – Marchés réglementés et MTF (§ 73 à 86) : De nouvelles propositions satisfaisantes

1. Obligations générales (§ 73 à 78)

Le Groupe Crédit Agricole souscrit aux propositions du CESR qui prennent en compte les différents types de marchés (**Question 3.2**). Est particulièrement bienvenu le fait de ne pas imposer aux marchés réglementés et aux MTF de publier l'intégralité du carnet d'ordres.

2. Mise à jour et suppression des cotations (§ 79 et 80)

Le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le contenu des paragraphes 79 et 80.

3. Exemptions à la transparence pre trade (§ 81 à 86)

De façon générale, le Groupe Crédit Agricole souscrit aux propositions du CESR relatives aux exemptions à la transparence pre trade. Il soutient en particulier la dernière disposition du paragraphe 84 (**Question 3.4**) qui impose la transparence pre trade aux internalisateurs systématiques pour des montants inférieurs à la taille standard de marché. Cette disposition est essentielle dans la mesure où elle permet de ne pas vider de son sens le contenu de l'article 27 en obligeant l'ensemble des internalisateurs systématiques à afficher des cotations.

Le Groupe Crédit Agricole souligne néanmoins que les obligations générales de transparence doivent être comprises dans le respect des instructions données par le client et, plus généralement, des engagements de meilleure exécution. Par exemple, dans le cas des ordres dits « soignants », l'entreprise d'investissement peut être amenée à découper l'ordre et à le « travailler » sur le marché sur une période plus ou moins longue. Dans ce cas, il est évident qu'il n'y a pas de transparence pre-trade immédiate.

D. Transparence pre-trade (Box 3 suite) – Internalisateurs systématiques (§ 87 à 106)

1. Taille standard de marché (SMS) (§ 87 à 97) :

a - Une définition qui prend en compte les « transactions » et non les « orders executed » contraire à la Directive

Le Groupe Crédit Agricole regrette particulièrement la position prise par le CESR dans le paragraphe 87 de la Box 3 (explicitée dans le paragraphe 50 du document de consultation), apparemment soutenue par la Commission et confirmée au cours de l'open hearing du 27 mars, de ne retenir que les « transactions » et non les « orders executed » pour calculer la taille normale de marché. En effet, ce choix (qui a pour conséquence de diminuer le seuil de la SMS) est contraire à l'esprit du compromis réalisé lors de l'adoption de la directive qui était

d'accroître la transparence de marché au bénéfice des investisseurs. Il est également contraire à la lettre de la Directive, l'article 27 se référant aux ordres exécutés et non aux transactions.

Les difficultés rencontrées par le CESR pour collecter des données relatives aux ordres exécutés ne doivent pas constituer un obstacle insurmontable. Il existe dans la plupart des pays européens des systèmes de reporting, et certains marchés disposent de données sur les ordres réalisés dans les conditions édictées par le marché réglementé (« negotiated trade »). L'AFEI souhaite que l'ensemble des transactions effectuées sur les marchés réglementés soit pris en compte, et non uniquement les transactions réalisées sur le carnet d'ordres central.

Il serait souhaitable que le CESR fasse des simulations de calcul de SMS, selon les différentes approches (transactions, negotiated trades, orders executed) pour certains marchés ou pour certaines valeurs afin de comparer les résultats et de mieux apprécier les enjeux liés à ces définitions.

Le CESR semble indiquer dans son paragraphe 51 que la méthode de calcul proposée aujourd'hui s'appliquera pendant une période de transition. Le CESR devrait explicitement proposer une clause de révision de l'article 87 après que le système de reporting post trade de la Directive aura été mis en place. A cette fin, le Groupe Crédit Agricole se joint à la proposition d'ajouter à cet article un deuxième paragraphe ainsi rédigé :

Un an après l'entrée en vigueur de la Directive MIF, les modalités de calcul de la valeur moyenne des ordres exécutés seront évaluées.

b - L'unification des régimes pour les « orders large in scale compared to normal market size »

Le Groupe Crédit Agricole souscrit à la proposition du CESR d'unifier les régimes de bloc pour les articles 29, 44 et 27 (**Question 3.5**).

c - Une SMS en valeur et non en nombre de titres

Le Groupe Crédit Agricole n'a pas pour l'instant d'avis sur le nombre de classes approprié en l'absence de données statistiques sur cette question (**Question 3.6**). D'un point de vue technique et de gestion, le nombre de classes ne peut pas constituer un enjeu important pour les internalisateurs systématiques. Sans créer un nombre trop important de classes, il est toutefois important d'assurer une certaine cohérence au sein de chaque classe.

En revanche, la SMS ne peut être exprimée qu'en valeur (**Question 3.7**). Une expression en nombre de titres n'a pas de sens compte tenu, d'une part, des fluctuations qui sont de nature à affecter le cours et, d'autre part, des opérations sur titres qui peuvent être réalisées, notamment en cas de division (split) du titre. Le calcul des SMS en valeur simplifie la tâche des autorités compétentes, en imposant des révisions moins fréquentes et en évitant des différences possibles d'interprétation entre les régulateurs.

Le Groupe Crédit Agricole soutient les propositions du CESR contenues dans les paragraphes 92 à 97 relatifs à la révision et à la publication des SMS (**Question 3.8**). S'agissant de la publication, le Groupe Crédit Agricole souhaite que les données soient consolidées sur le site WEB du CESR.

Toutefois, le Groupe Crédit Agricole estime qu'il est nécessaire que le CESR se prononce sur la possibilité d'internaliser ou non les transactions pendant la période précédant le calcul d'une SMS. Le Groupe Crédit Agricole est en faveur d'une interdiction absolue d'internalisation en la matière.

2. Obligations de l'internalisateur systématique (§ 98 à 104)

Le Groupe Crédit Agricole est en accord avec les propositions contenues dans les paragraphes 97 à 104.

3. Taille des ordres des clients de détail (§ 105)

Le Groupe Crédit Agricole souscrit à la proposition du CESR de retenir un montant de 7 500 euros.

4. Exécution des ordres quand l'internalisateur systématique publie des cotations multiples (§ 106)

Le Groupe Crédit Agricole souscrit à la proposition du CESR.

E. Transmission des ordres limités (Box 4 page 61)

Le Groupe Crédit Agricole souscrit aux propositions des paragraphes 126 à 130.

F. Contenu de la transparence post trade (Box 5 page 64) : Le reporting des prêts/emprunts passé sous silence

Le Groupe Crédit Agricole est d'accord avec le contenu des paragraphes 139 à 142 s'agissant du reporting des négociations.

G. Transactions large in scale (Box 6 pages 72-73)

1. Exemptions des obligations de transparence pre trade (§ 171-173)

Le Groupe Crédit Agricole souscrit aux propositions des articles 171 à 173. Il considère que la méthodologie retenue par le CESR pour calculer les seuils qui permettent de ne pas afficher de transparence pre trade est adéquate. Cette méthode a le mérite de la simplicité qui est un élément essentiel dans la gestion quotidienne des opérations des tables de marché. En première analyse, les quatre classes proposées par CESR semblent pertinentes.

En revanche, le Groupe Crédit Agricole n'est pas favorable à la solution alternative de fixer la taille du seuil à partir d'un pourcentage du volume d'ordres traités dans le carnet d'ordres central. D'une part, la méthode est moins lisible que la première ; d'autre part, elle aurait pour résultat (surtout si on retient un seuil de 95%) d'aboutir à des seuils plus bas que ceux obtenus par la première méthode. Il en résulterait un seuil de SMS inférieur, qui exclurait potentiellement des internalisateurs systématiques de la transparence pre trade (**Question 6.1**).

2. Délais pour les obligations de transparence post-trade (§174-177)

Le Groupe Crédit Agricole considère que la proposition du CESR est particulièrement compliquée. Elle sera peu lisible et difficile à mettre en œuvre dans les salles de marché. De plus, certains délais de publications sont particulièrement longs et ne correspondent pas à la réalité des risques encourus par les intermédiaires (*Question 6.3*).

H. Publication des transactions (Box 7 page 77) : Un rôle important de CESR dans la consolidation des données

Le Groupe Crédit Agricole soutient les propositions du CESR relatives à la publication des informations pre et post trade. En particulier, le Groupe Crédit Agricole considère que le paragraphe 201 constitue une condition nécessaire pour permettre la consolidation des données (ce qui est un enjeu majeur du bon fonctionnement des marchés dans le contexte de la directive MIF). Sur ce point, le Groupe Crédit Agricole approuve la décision du CESR d'entreprendre, en liaison avec le marché, une réflexion sur les barrières à lever pour faciliter la consolidation des données.

*

* *