

CONTRÔLES SPOT

Synthèse des contrôles SPOT sur les obligations de
meilleure exécution et de meilleure sélection
applicables aux sociétés de gestion de portefeuille

INTRODUCTION

Comme annoncé par l’Autorité des marchés financiers (« AMF ») dans le cadre de la présentation de ses priorités de supervision pour l’année 2021, une série de contrôles courts thématiques « SPOT » a porté sur la mise en œuvre des obligations de meilleure sélection et de meilleure exécution par les sociétés de gestion de portefeuille (« SGP »). Depuis le 1^{er} novembre 2007, date à laquelle la directive Marchés d’Instruments Financiers (MIF) - directive 2004/39/CE (adoptée le 21 avril 2004) - est entrée en vigueur, les prestataires de services d’investissement doivent appliquer les règles dites de « meilleure exécution ». La directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 (« directive MIF2 ») et ses textes d’application (notamment le règlement délégué UE 2017/565 du 25 avril 2016)¹ ont ensuite renforcé les obligations applicables à la fourniture de services d’investissement, notamment dans le cadre des services de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (gestion sous mandat) ou de réception-transmission d’ordres, qui requièrent de mettre en place des mesures « suffisantes » pour s’assurer de la meilleure exécution des ordres. Aux termes du code monétaire et financier et du règlement général ou du règlement délégué (UE) n°231/2013 du 19 décembre 2012, selon qu’il s’agit d’OPCVM ou de FIA, des mesures similaires mais « raisonnables » sont requises dans le cadre des activités de gestion collective (gestion d’OPCVM et de FIA).

Les SGP sont donc tenues, quelle que soit la nature de l’activité exercée (gestion sous mandat ou gestion collective), de prendre toutes mesures permettant d’obtenir, lors de l’exécution des ordres, le meilleur résultat possible compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d’exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l’ordre ou de toute autre considération relative à l’exécution de l’ordre.

Ces missions SPOT ont porté sur un panel de cinq sociétés sélectionnées après analyse d’une extraction des transactions effectuées par les SGP de la base de données interne de l’AMF au cours de l’année 2020 et sur un an glissant. Cette sélection a été réalisée de manière à constituer un panel représentatif de la diversité des acteurs en termes de types d’activité (OPCVM et/ou FIA, mandats de gestion), d’instruments financiers traités avec une dominante d’instruments de types actions et, dans une moindre mesure, obligations, et de modalités de passation d’ordres (table de négociation externalisée, table de négociation internalisée, passation d’ordres en direct par la fonction de gestion).

Le panel comporte les sociétés suivantes :

- SGP n°1 : société de gestion de portefeuille appartenant à un groupe international indépendant, agréée pour la gestion collective, la gestion sous mandat et le conseil en investissement, et gérant un encours dans le cadre d’une gestion collective (OPCVM) investie en titres vifs ;
- SGP n°2 : société de gestion de portefeuille de petite taille appartenant à un groupe bancaire gérant des OPCVM, des FIA et des mandats, et exerçant une activité de réception-transmission d’ordres. Plusieurs fonds sous gestion sont investis en titres vifs, actions et obligations, une part non négligeable des encours étant par ailleurs investie en fonds ;
- SGP n°3 : société de gestion de portefeuille indépendante agréée pour la gestion d’OPCVM et de mandats. L’encours de plusieurs milliards d’euros est essentiellement géré dans le cadre d’OPCVM, investis en titres vifs, majoritairement de type actions ;
- SGP n°4 : société de gestion de portefeuille indépendante gérant des fonds pour plusieurs milliards d’euros en gestion collective (OPCVM et FIA), investie en titres vifs et majoritairement en actions ;

¹ L’AMF a également mis à jour son règlement général et son guide relatif à la meilleure exécution (position recommandation AMF n° 2014-07) visant à préciser les règles introduites par la Directive MIF 2.

- SGP n°5 : société de gestion de portefeuille indépendante de petite taille, agréée pour la gestion d'OPCVM, de FIA et de mandats pour partie investie en titres vifs actions ou obligations.

Les contrôles ont été menés entre juillet et décembre 2021 et ont porté sur la période allant de juillet 2018 à juillet 2021. Les principales thématiques analysées ont été les suivantes :

- la complétude de la politique et des procédures de meilleure exécution et de meilleure sélection ;
- les critères et diligences de sélection des courtiers et, le cas échéant, des plateformes de négociation ;
- les modalités de suivi de la meilleure exécution et de la meilleure sélection, d'évaluation des courtiers ainsi que les critères de réexamen de la politique ;
- les obligations d'information auprès des clients ;
- le dispositif de contrôle.

La présente synthèse a pour objet d'apporter un éclairage sur les pratiques des SGP sous revue quant à leurs obligations de meilleure exécution et de meilleure sélection. Ce document ne constitue ni une position, ni une recommandation. Les pratiques identifiées comme « bonnes » ou « mauvaises » soulignent des approches constatées lors des contrôles et susceptibles de favoriser ou de compliquer le respect de la réglementation en matière de meilleure sélection et de meilleure exécution.

1. RESUME DES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS

De manière générale, il apparaît que les SGP contrôlées ont toutes mis en place une politique de meilleure exécution. Toutefois, ces politiques sont insuffisamment précises et omettent d'apporter certaines informations requises par la réglementation applicable, notamment l'importance relative des facteurs prévus par les textes.

En effet, concernant les politiques de meilleure exécution et de meilleure sélection, les SGP avaient toutes repris la liste des facteurs mentionnés aux articles L. 533-22-2 et L. 533-18 I. du code monétaire et financier mais aucune n'avait mentionné l'importance relative qu'elle accordait à ces facteurs et aucune n'avait détaillé comment les critères relatifs aux caractéristiques de l'ordre, de l'instrument financier, du lieu d'exécution ou de l'OPCVM/du FIA/du mandat de gestion concerné influençaient la détermination de l'importance relative de ces facteurs. Les listes des lieux d'exécution mentionnées étaient très générales et non limitatives, notamment pour les SGP susceptibles d'exécuter elles-mêmes tout ou partie de leurs ordres.

Ces politiques ne précisait pas, pour les SGP recourant à des courtiers, selon quelle méthodologie et sur quelle base documentaire l'évaluation de ces derniers est réalisée.

Par ailleurs, ces politiques ne mentionnaient pas, pour les deux SGP ayant recours à un prestataire de négociation externe, les modalités et critères de sélection de ces prestataires. En particulier, l'une de ces SGP a choisi un prestataire situé en dehors de l'Union Européenne et donc non soumis à l'obligation de meilleure exécution. Pourtant, la SGP n'a évalué, ni au moment de l'entrée en relation avec le prestataire de la fonction essentielle de négociation, ni, par la suite, les risques tenant au fait que celui-ci n'est pas soumis, au plan réglementaire, à une obligation de meilleure exécution à l'égard de ses clients.

Concernant les diligences réalisées lors de l'entrée en relation avec les courtiers, trois SGP sur les cinq avaient établi une liste des pièces à collecter, deux SGP parmi les cinq avaient élaboré une fiche destinée à vérifier la collecte de ces documents et quatre SGP disposaient d'un comité validant l'entrée en relation. Par ailleurs, l'une des SGP ne s'était pas systématiquement assurée que sa catégorisation par les courtiers utilisés ne remettait pas en cause l'obligation de meilleure exécution de ces derniers.

Enfin, l'une des SGP ne dissociait pas la rémunération des services d'aide à la décision (ou « recherche ») de celle des services d'exécution, et ne précisait pas, dans sa politique, l'importance accordée à la qualité de la recherche, si bien qu'elle ne semblait pas en mesure de justifier du respect son obligation de meilleure exécution.

Concernant les modalités de suivi de la meilleure exécution et de la meilleure sélection, l'ensemble des SGP recourant essentiellement à des courtiers, soit 4 des 5 SGP du panel, avaient mis en place un comité en charge du suivi de la qualité des prestations fournies par ces derniers. Toutes avaient déterminé un ensemble de critères sur la base desquels les membres (gérants, négociateurs, le cas échéant, *middle officer*) se prononcent de manière périodique.

Toutefois, outre ces instances dédiées, qui permettent une appréciation qualitative et par conséquent subjective des courtiers (lorsque les SGP y ont recours), le dispositif de suivi et d'évaluation de la qualité d'exécution n'est pas ou peu formalisé.

Parmi les cinq SGP du panel, quatre, dont l'une exécutait elle-même l'essentiel de ses ordres, reçoivent des données quantitatives sous la forme de rapports d'analyse de coûts de transaction (voir « *Transaction Cost Analysis* » ou « TCA » dans la suite du document »), mais aucune de ces sociétés n'avait utilisé les données de ces

rapports pour formellement documenter l'évaluation de l'exécution de ses ordres par ses soins ou par des courtiers utilisés selon le cas. Par ailleurs, les deux SGP ayant recours à un prestataire de négociation externe n'avaient pas formalisé leur propre analyse de la qualité d'exécution fournie par les courtiers utilisés et s'appuyaient principalement sur les éléments établis par leurs prestataires de négociation externe. Enfin, à l'exception d'une SGP du panel, aucune n'avait déterminé ni utilisé de seuil d'alerte ni de méthodologie visant à déceler d'éventuelles anomalies et à mettre en œuvre des mesures de remédiation. En outre, la nature et le niveau du seuil d'alerte susmentionné n'étaient pas justifiés par cette dernière SGP et s'étaient révélés inopérants eu égard à la trop forte volumétrie d'alertes produite.

Par ailleurs, dans le cadre du réexamen au moins annuel de la qualité de l'exécution requis par la réglementation, les SGP se reposaient essentiellement sur l'évaluation périodique des courtiers sélectionnés, par leurs soins ou par leur prestataire de négociation externe, le cas échéant, et ne formalisaient pas d'évaluation de la pertinence du dispositif d'exécution en place au regard de l'intérêt des porteurs/clients, de l'intérêt d'une éventuelle évolution de ce dispositif ou en le comparant avec des dispositifs alternatifs. Concernant l'information fournie aux clients, toutes les SGP avaient choisi leur site internet comme canal de publication de leur politique de meilleure exécution. Cependant, une SGP l'avait publiée sur un espace dont l'accès était réservé à son client sous mandat unique, une autre SGP avait publié une version édulcorée de sa politique et une troisième SGP avait simplement publié une description succincte des principes de sa politique.

Les deux SGP dont les frais d'intermédiation annuels de l'exercice précédent se situaient au-dessus du seuil des 500 000 € avaient élaboré un « compte rendu relatif aux frais d'intermédiation » et l'avaient mis à la disposition de leurs clients sur leur site internet.

Enfin, toutes les SGP avaient, dans la mesure où elles fournissaient le service de gestion pour compte de tiers, rédigé un rapport conforme aux standards techniques réglementaires prévus par le règlement délégué 2017/576/EU du 8 juin 2016 (« RTS 28 ») mais une société n'y mentionnait que des données agrégées à l'ensemble des sociétés du groupe dont elle faisait partie, deux autres sociétés n'avaient pas joint aux tableaux chiffrés d'information synthétique sur la qualité d'exécution obtenue pour chaque catégorie d'instruments financiers et une société avait choisi d'envoyer ce rapport à son unique client en gestion sous mandat plutôt que de le publier sur son site internet.

Concernant le dispositif de contrôle relatif à la meilleure exécution et à la meilleure sélection, de manière générale, les diligences de contrôles permanents en matière de meilleure exécution sont insuffisantes. Quatre SGP avaient mentionné dans leur plan de contrôle annuel un ou plusieurs points relatifs à la meilleure exécution. En pratique, les contrôles permanents se concentraient sur l'existence d'une politique, de procédures visant à formaliser un processus de notation, sur la bonne tenue et la formalisation des instances d'évaluation interne et le respect des obligations de publication. De manière générale, ces contrôles n'émettaient pas d'analyse de la pertinence et de la complétude des politiques de meilleure exécution et de leur mise en œuvre. Notamment, le contrôle permanent ne réalisait pas de vérification de la bonne exécution des ordres par la SGP ou par les courtiers utilisés, ou de la réalisation de tels contrôles par les fonctions opérationnelles.

2. CONTEXTE ET PERIMETRE

2.1. ENJEUX DE L'OBLIGATION DE MEILLEURE EXECUTION ET DE MEILLEURE SELECTION

Les ordres sur instruments financiers sont la matérialisation des décisions de gestion prises par la SGP et, selon leurs caractéristiques, les conditions de marché ou les canaux utilisés, leurs conditions d'exécution peuvent avoir un impact non négligeable sur les portefeuilles sous gestion. Les critères de coût, bien sûr, mais également de vitesse d'exécution, et d'autres paramètres, selon les ordres, revêtent donc une importance particulière. En outre, la multiplication des lieux d'exécution possibles et l'essor de nouveaux outils d'accès direct au marché ou encore d'algorithmes de trading spécifiques ont contribué à conférer à cette obligation un caractère plus complexe.

Par ailleurs, comme indiqué précédemment, la transposition des textes issus de MIF 2 a renforcé les obligations en matière de meilleure exécution ou sélection des SGP qui fournissent les services d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers et de réception transmission d'ordres.

Dans ce contexte de renforcement de l'exigence réglementaire et de complexification des marchés, il est apparu utile de faire un état des lieux des pratiques des SGP afin d'identifier d'éventuelles zones de faiblesse ou de risque en matière de meilleure exécution.

Cette obligation est appréhendée de manière différente par les SGP, suivant la volumétrie de leurs ordres, la nature plus ou moins dynamique des stratégies d'investissement mises en œuvre, les catégories d'instruments financiers qu'elles utilisent, leur dispositif d'exécution des ordres qui intègre ou externalise la fonction de négociation, ou encore le fait qu'elles fournissent ou non le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers.

2.2. PRESENTATION DE L'ECHANTILLON DES SGP CONTROLEES

L'échantillon est constitué de cinq SGP dont les caractéristiques sont synthétisées dans le tableau suivant.

SGP	SGP n°1	SGP n°2	SGP n°3	SGP n°4	SGP n°5
Gestion collective	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Dont OPCVM	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Dont FIA	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Gestion de portefeuille pour compte de tiers	Non	Oui	Oui	Non	Oui
Principaux instruments traités	CFD, futures et actions	Actions, obligations, futures, ETF	Actions, CFD, futures et obligations	Actions, obligations, futures	Actions de petites et moyennes capitalisation, ETF
Recours à une table de négociation externe	Non	Non	Non	Oui	Oui
Accès direct au marché (« Direct Market Access » ou « DMA ») ²	Oui	Non	Non	Non	Non

² L'accès direct au marché est défini en creux à l'article 20 du règlement délégué MIF2 : « 1. Une personne est considérée comme n'étant pas en mesure de transmettre des ordres relatifs à un instrument financier par voie électronique directement à une plate-forme de négociation au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 41), de la directive 2014/65/UE si cette personne ne peut exercer un pouvoir discrétionnaire quant à l'exacte fraction de seconde du placement d'ordre et à la durée de l'ordre dans ce délai.

2. Une personne est considérée comme n'étant pas en mesure d'effectuer une transmission électronique directe d'ordre si ladite transmission est effectuée par le biais de dispositifs d'optimisation des processus d'exécution d'ordre qui déterminent les paramètres de

On notera ici que la principale catégorie d'instruments financiers traités par les 5 SGP du panel est celle des actions. Les pratiques observées par les missions de contrôle portent donc principalement sur cette classe d'actifs et, dans une moindre mesure, sur les obligations et les instruments dérivés listés. 4 des 5 SGP constituant le panel recourent à la sélection de courtiers pour la réalisation de leurs ordres portant sur les instruments financiers de type actions et sont donc, à ce titre, soumises aux obligations spécifiques de meilleure sélection prévues par la réglementation. En revanche, une cinquième, la SGP n°1, exécute elle-même l'essentiel de ses ordres et est donc soumise aux obligations de meilleure exécution pour ses transactions portant sur des instruments financiers de type actions.

2.3. REGLEMENTATION APPLICABLE

Pour réaliser leurs travaux, les missions de contrôle se sont appuyées sur :

- le code monétaire et financier (articles L. 533-22-2 et L. 533-18 à L. 533-18-2) ;
- le règlement délégué (UE) n°231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 (« RD AIFM ») (articles 27 et 28) ;
- le règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 (« RD MIF 2 ») (articles 20, 64, 65 et 66) ;
- le règlement général de l'AMF (articles 321-110 à 321-122) ;
- la position recommandation AMF n°2014-07 (Guide relatif à la meilleure exécution).

Principales sources de droit :

Respect des conditions d'agrément et obligation générale des sociétés de gestion en matière de meilleure sélection/exécution

Articles L.532-9 du code monétaire et financier et 321-30 du RG AMF (OPCVM) et article 61 du RD AIFM (FIA),
Articles L. 533-22-2-2 et L. 533-18 du code monétaire et financier.

Corps procédural

Meilleure exécution : articles L. 533-22-2-2 et L. 533-18 II. du code monétaire et financier, article 29 du RD AIFM (FIA), article 66 du RD MIF2 (gestion sous mandat),

Meilleure sélection : articles 321-114 et 321-30 du RG AMF, article 28 du RD AIFM (FIA).

Dispositif de sélection, de suivi et d'évaluation de meilleure sélection/exécution des courtiers/ contreparties

Meilleure exécution : articles 321-110 à 321-113 du règlement général de l'AMF (OPCVM) et 27 du RD AIFM (FIA),
article L. 533-18-2 du code monétaire et financier, article 66 du RD MIF2 (gestion sous mandat),

Meilleure sélection : articles 321-114 du règlement général de l'AMF (OPCVM) et 28 du RD AIFM (FIA),

Externalisation des tâches et fonctions opérationnelles : articles 321-93 à 321-96 (OPCVM) et 318-58 à 318-61 (FIA)
du règlement général de l'AMF.

Informations des clients en matière de meilleure sélection/ meilleure exécution

Articles 321-114 (IV) du règlement général de l'AMF (OPCVM), 28.2 du RD AIFM (FIA) et 65 du RD MIF2 (gestion sous mandat).

Dispositif de contrôle en matière de meilleure sélection/ Meilleure exécution

Articles 321-31 et 321-113 du règlement général de l'AMF (OPCVM), 27.5, 28.3, 61 et 62 du RD AIFM (FIA).

l'ordre autres que la ou les plates-formes sur lesquelles l'ordre doit être soumis, à moins que ces dispositifs ne soient intégrés dans les systèmes des clients et non dans ceux du membre ou du participant d'un marché réglementé ou d'un MTF ou d'un client d'un OTF ».

3. CONSTATS ET ANALYSES

3.1. LA MEILLEURE EXECUTION DANS LE PROCESSUS DE PASSATION DES ORDRES

Les missions de contrôle ont constaté que toutes les SGP disposaient d'outils de gestion des ordres permettant de tracer, avec des degrés d'automatisation variables, toutes les étapes de l'exécution d'un ordre, depuis son initiation par le gérant jusqu'à la confirmation de son exécution. Ces systèmes doivent permettre aux personnes en charge de l'exécution au sein de la SGP (gérant, négociateur selon le cas) d'horodater les étapes successives des ordres et ainsi d'en apprécier les conditions d'exécution à tous les niveaux. Les SGP n°1, n°3 et n°4, dont la volumétrie d'ordre est significative, sont dotés d'une connectique qui leur permet d'apprécier en temps réel les conditions d'exécution de leurs ordres. En outre, leurs systèmes intègrent, pour chaque instrument financier négocié, les niveaux de frais versés aux différents intermédiaires, ce qui permet la bonne prise en compte de ce paramètre dans le processus d'évaluation.

Toutefois, pour deux SGP, une partie du processus d'exécution n'était pas adéquatement pris en compte ; il s'agissait du délai pouvant exister entre l'initiation d'un ordre par un gérant et sa prise en compte par la table de négociation :

- les gérants de la SGP n°3 renseignaient leurs ordres eux-mêmes dans l'outil de gestion des ordres, à l'exception d'une personne qui pouvait les adresser par courriel à la table de négociation interne. En pratique, ces ordres étaient immédiatement intégrés dans l'outil par la table de négociation mais la procédure ne précisait pas comment un éventuel délai était pris en compte ;
- le délai entre la saisie d'un ordre par les gérants de la SGP n°4 et sa prise en compte par la table de négociation externe n'était pas pris en compte lors de l'évaluation de la qualité d'exécution par la SGP.

Dans ces deux cas, certaines étapes du processus d'exécution des ordres ne seraient alors pas prises en compte pour l'appréciation de la qualité de l'exécution, notamment dans le cadre de l'analyse des coûts de transactions (TCA : *Transaction Cost analysis*)³, que ces SGP sont susceptibles de réaliser.

Par ailleurs, la SGP n°2 ne décrit pas de manière suffisamment précise le mode opératoire de la sélection et de l'allocation des ordres aux courtiers utilisés puis de la passation de l'ordre pour chacun des instruments financiers traités. Les durées de conservation des messageries instantanées Bloomberg ne sont pas mentionnées par cette SGP dans ses politiques et procédures et le mode opératoire de récupération de ces données n'est pas décrit, ce qui est susceptible d'affecter la fiabilité de l'évaluation de la qualité de l'exécution qu'elle réalise.

Enfin, de manière générale, les politiques de meilleure exécution de ces SGP ne se réfèrent pas aux modalités et enregistrements des étapes d'exécution des ordres prévues par les procédures idoines.

Rappels réglementaires :

Article L. 533-8 du code monétaire et financier

Les prestataires de services d'investissement conservent, dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les informations pertinentes relatives à toutes les transactions sur instruments financiers qu'ils ont conclues.

Article L. 533-22-2-2 du code monétaire et financier

³ Voir section 3.4 ci-dessous.

I.-Dans le cadre de la gestion de placements collectifs, les sociétés de gestion de portefeuille prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre.

II.-Les sociétés de gestion de portefeuille établissent et mettent en œuvre des dispositions efficaces, notamment une politique d'exécution des ordres, pour se conformer aux prescriptions du I ci-dessus.

Article 321-96 du règlement général de l'AMF

I. - La société de gestion de portefeuille qui externalise une tâche ou fonction opérationnelle demeure pleinement responsable du respect de toutes ses obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier [...].

II. - La société de gestion de portefeuille agit avec toute la compétence, le soin et la diligence requis lorsqu'elle conclut, applique ou met fin à un contrat d'externalisation d'une tâche ou fonction opérationnelle essentielle ou importante.

La société de gestion de portefeuille est en particulier tenue de prendre toutes les mesures pour que les conditions suivantes soient remplies :

- 1. le prestataire de services dispose des capacités, de la qualité et des éventuelles habilitations requises pour exécuter les tâches ou fonctions externalisées de manière fiable et professionnelle ;*
- 2. le prestataire de services fournit les services externalisés de manière efficace. A cet effet, la société de gestion de portefeuille définit des méthodes d'évaluation du niveau de performance du prestataire de services ;*
- 3. le prestataire de services surveille de manière appropriée l'exécution des tâches ou fonctions externalisées et gère de manière adéquate les risques découlant de l'externalisation ;*
- 4. la société de gestion de portefeuille prend des mesures appropriées s'il apparaît que le prestataire de services risque de ne pas s'acquitter de ses tâches ou fonctions de manière efficace ou conforme aux obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier qui leur sont applicables ;*
- 5. la société de gestion de portefeuille conserve l'expertise nécessaire pour contrôler effectivement les tâches ou fonctions externalisées et gère les risques découlant de l'externalisation, et procède au contrôle de ces tâches et à la gestion de ces risques ;*
- 6. le prestataire de services informe la société de gestion de portefeuille de tout événement susceptible d'avoir un impact sensible sur sa capacité à exécuter les tâches ou fonctions externalisées de manière efficace et conforme aux obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier qui leur sont applicables ; [...]*

Article 321-114 IV du règlement général de l'AMF

[...] Les entités ainsi sélectionnées doivent disposer de mécanismes d'exécution des ordres qui permettent à la société de gestion de portefeuille de se conformer à ses obligations au titre du présent article lorsqu'elle transmet des ordres à cette entité pour exécution.

Article 64 du RD AIFM

- 1. Le gestionnaire enregistre sans délai, pour chaque opération de portefeuille concernant les FIA qu'il gère, des informations suffisantes pour permettre la reconstitution des détails de l'ordre et de la transaction exécutée ou de l'accord [...]*

Article 321-71 du règlement général de l'AMF

Les enregistrements sont conservés sur un support qui permet le stockage d'informations de telle façon qu'ils puissent être consultés par l'AMF, sous une forme et d'une manière qui satisfont aux conditions suivantes :

- 1. L'AMF doit pouvoir y accéder facilement et reconstituer chaque étape clé du traitement de toutes les transactions ; [...]*

Article 72 du RD MIF2

1 Les enregistrements sont conservés sur un support qui permet le stockage d'informations de telle façon qu'elles puissent être consultées ultérieurement par l'autorité compétente [...]

Bonnes pratiques :

- En particulier dans le cas d'une volumétrie d'ordres significative, utiliser un système de passation des ordres et une connectique permettant un suivi en temps réel des conditions d'exécution des ordres.
- S'assurer d'être en mesure de distinguer les différents frais (frais de courtage, frais de recherche, frais d'intermédiation pour les tables de négociation externalisées) en fonction de la typologie de l'ordre (ordre algorithmique, ordre dirigé vers un courtier,...).

Mauvaise pratique :

- Le corps procédural relatif à la meilleure exécution/sélection ne fait pas référence aux modes opératoires (horodatage, archivage) de la procédure de passation d'ordre sur lesquels elle s'appuie.

3.2. PERTINENCE ET COMPLETUE DES POLITIQUES ET PROCEDURES DE MEILLEURE EXECUTION ET DE MEILLEURE SELECTION

3.2.1. Facteurs et critères de meilleure exécution

À titre liminaire, les constats figurant dans la présente section portent sur la « politique d'exécution » telle que définie en interne par la SGP. La politique portée à la connaissance des investisseurs pourra ne pas en reprendre l'intégralité du contenu mais devra néanmoins être suffisamment spécifique pour permettre à un investisseur de comparer les modalités d'exécution mises en œuvre avec celles d'autres SGP (voir section information *infra*).

Les SGP doivent inclure, dans leur politique d'exécution des ordres, les facteurs influençant le choix du système d'exécution (articles L. 533-22-2-2 et L. 533-18 I. du code monétaire et financier) et tenir compte, pour déterminer l'importance relative de ces facteurs, de critères relatifs aux caractéristiques de l'ordre, de l'instrument financier, du lieu d'exécution ou de l'OPCVM/du FIA concerné. La liste de facteurs n'est pas limitative et il appartient à chaque SGP de définir clairement, pour chaque type d'ordre qu'elle peut être amenée à passer, les facteurs qui fonderont son choix de système d'exécution et leur ordre d'importance. Dans leur politique, les SGP prévoient toutes de prendre toutes les mesures leur permettant d'obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible compte tenu de ces facteurs.

Les missions de contrôle ont relevé dans les politiques des SGP contrôlées la liste de facteurs prévue par les textes susmentionnés.

Les SGP se limitent à reprendre les facteurs énoncés par la réglementation en vigueur et :

- aucune SGP n'avait mentionné dans sa politique d'indication sur l'importance relative qu'elle donnait à ces facteurs ;
- aucune SGP n'avait détaillé dans sa politique comment les critères relatifs aux caractéristiques de l'ordre, de l'instrument financier, du lieu d'exécution ou de l'OPCVM/du FIA/du mandat de gestion concerné influençaient la détermination de l'importance relative des facteurs de la meilleure exécution, la SGP n°1 se contentant de citer l'article 321-110 (OPCVM) du règlement général de l'AMF ;
- les facteurs significatifs effectivement utilisés ne sont pas toujours reflétés dans la politique de meilleure exécution/sélection. Par exemple, la SGP n°3 n'avait pas ajouté à la liste des facteurs celui de la discrétion

vis-à-vis du marché, alors qu'elle indiquait qu'en pratique ce facteur influence le choix du mode d'exécution des ordres, en particulier lorsque ceux-ci sont de taille importante.

Cas spécifique de recours à un prestataire de négociation externe

Les SGP n°4 et n°5 ont fait le choix de confier la négociation des ordres qu'elles passent à un prestataire de négociation externe.

Elles disposent d'une politique de meilleure sélection/meilleure exécution. Dans les deux cas, c'est la SGP qui détermine les facteurs et les critères qui devront être utilisés par le prestataire pour la sélection du courtier qui sera chargé de l'exécution des ordres.

Par ailleurs, pour ces deux SGP, le corps procédural ne prévoit pas les modalités de sélection et de suivi du prestataire de négociation externe, notamment les critères utilisés (en particulier les diligences préalables, la capacité du prestataire externalisé à tenir compte des facteurs et critères de sélection des courtiers, une analyse du rapport coût/bénéfice pour les fonds et mandats sous gestion), et les conditions selon lesquelles des prestataires possibles seraient éventuellement mis en concurrence. Il n'indique donc ni les éléments devant être collectés, ni les analyses qui doivent être effectuées préalablement à la sélection de cette table, ni la périodicité de mise à jour.

3.2.2. Lieux d'exécution

En application des articles L. 533-22-2-2 et L. 533-18 III. du code monétaire financier, les SGP doivent prévoir dans leur politique d'exécution, pour chaque catégorie d'instruments financiers, des informations sur les différents systèmes dans lesquels la SGP exécute les ordres et les facteurs influençant le choix du système d'exécution. La politique doit au moins inclure les systèmes qui permettent à la SGP d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres.

Par ailleurs, aux termes de la réglementation applicable, une société de gestion de portefeuille est tenue de fournir aux porteurs de parts ou actionnaires de l'OPCVM, en temps utile avant la prestation du service, une liste des lieux d'exécution auxquels elle fait 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 passés.

La réglementation (OPCVM) précise qu'elle entend par lieu d'exécution « *une plate-forme, un internalisateur systématique, un teneur de marché, un autre fournisseur de liquidité ou une entité qui s'acquitte de tâches similaires dans un pays non partie à l'accord sur l'Espace économique européen* »⁴.

Les missions de contrôle ont constaté que les politiques des SGP contrôlées décrivaient les lieux d'exécution de la façon suivante.

SGP n°1	SGP n°2	SGP n°3	SGP n°4	SGP n°5
- Multilateral Trading Facility ("MTF") - OTF - Direct Market Access ("DMA") – DMA refers to electronic facilities that allow the Firm to	Les intermédiaires sélectionnés permettent à [...] d'avoir un accès aux lieux d'exécution suivants : - pour les actions : aux marchés	[...] a expressément autorisé ses brokers à intervenir sur les différents lieux d'exécution, qui incluent notamment : - Les marchés réglementés	En fonction de la politique d'exécution des ordres adoptée par chaque intermédiaire ou contrepartie qui a été sélectionné, et dans le respect de leur	[...] les ordres pourront être exécutés : - sur les marchés réglementés ; - sur des marchés organisés en fonctionnement

⁴ Article 321-110 IV du règlement général de l'AMF.

<p>benefit generally from a better cost for financial securities the Firm may wish to buy or sell</p> <ul style="list-style-type: none"> - Systematic internalisers - Market makers or other liquidity provider or an entity that performs a similar function in a third country - Brokers - Unregulated markets - Dark pools 	<p>réglementés, des SMN</p> <p>- pour les obligations et les titres de créances : aux teneurs de marchés, à d'autres fournisseurs de liquidité, à des plateformes multilatérales de négociation.</p> <p>[...] se réserve la possibilité d'utiliser d'autres lieux d'exécution lorsque cela sera jugé approprié.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Les systèmes multilatéraux de négociation - Les systèmes organisés de négociation - Les internalisateurs systématiques - Les teneurs de marchés et autres fournisseurs de liquidités. 	<p>obligation de meilleure exécution, les ordres pourront être dirigés vers :</p> <ul style="list-style-type: none"> - les marchés réglementés, - les systèmes multilatéraux de négociation, - les systèmes organisés de négociation, - les internalisateurs systématiques, - les teneurs de marchés, - les autres fournisseurs de liquidités, - les entités qui s'acquittent de tâches similaires dans un pays non partie à l'accord sur l'Espace économique européen. <p>La Société de gestion se réserve la possibilité d'utiliser d'autres lieux d'exécution lorsque cela sera jugé approprié au sein de cette politique de sélection.</p>	<p>régulier (ex. : Marché libre, Alternext) ;</p> <ul style="list-style-type: none"> - sur des plateformes multilatérales de négociation ; - la société se réserve la possibilité d'utiliser d'autres lieux d'exécution lorsque cela sera jugé approprié au sein de cette politique d'exécution.
--	---	--	---	--

Les missions de contrôle ont relevé que ces listes sont très générales et explicitement non limitatives, et qu'aucune des SGP contrôlées, notamment celles qui sont susceptibles d'exécuter des ordres par elles-mêmes, ne mentionne dans sa politique de meilleure exécution une liste des lieux d'exécution auxquels la SGP fait 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 transmis.

En outre, dans leur politique d'exécution, ces SGP ne fournissent que peu ou pas d'information, pour ce qui concerne chaque catégorie d'instruments financiers, sur les différents systèmes dans lesquels elles exécutent les ordres et les facteurs influençant le choix du système d'exécution.

3.2.3. Suivi et réexamen de la qualité de l'exécution

Cas où la SGP est soumise à une obligation de meilleure exécution

La SGP n°1 indiquait dans sa procédure qu'elle pouvait ajouter ou supprimer de temps en temps un fournisseur proposant un accès direct au marché (« DMA ») afin d'obtenir le meilleur résultat possible pour ses clients. La mission de contrôle relève que la simple possibilité de changer de prestataire n'est pas suffisante pour garantir le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres.

Cas où la SGP est soumise à une obligation de meilleure sélection

Les missions de contrôles ont analysé les modalités de sélection des courtiers par les SGP pour l'exécution de leurs ordres. Il en ressort que les SGP n°2, n°3, n°4 et n°5 évaluent les courtiers semestriellement lors d'un comité « *brokers* », et mettent à jour sur cette base la liste des courtiers autorisés (maintien/ajout/retrait).

Cette analyse se fonde sur une notation attribuée sur la base de plusieurs critères prédéfinis par les personnes occupant au sein de la SGP les fonctions de gestion, de négociation, de *middle-office*.

Toutefois, la mission note que les politiques et procédures de meilleure exécution/sélection correspondantes ne précisent pas si et comment les notations attribuées pour l'un ou l'autre de ces critères doivent être étayées/justifiées/documentées, notamment au regard des facteurs de sélection prévus par la politique de meilleure exécution/sélection. Par ailleurs, hormis pour la SGP n°1, outre les critères de notation qualitatifs mentionnés ci-dessus, ces politiques et procédures ne précisent pas de méthodologie selon laquelle la SGP va apprécier la qualité de l'exécution, par exemple par l'utilisation et l'analyse des données qu'elle aura produites ou qu'elle se sera procurées auprès des courtiers ou, le cas échéant, d'autres prestataires qu'elle utilise.

Par ailleurs, les missions de contrôle ont observé que 3 SGP établissent une distinction claire entre la rémunération des services d'aide à la décision (ou « recherche ») et des services d'exécution qu'elles reçoivent, que l'une des SGP ne rémunère pas de services d'aide à la décision et que la SGP n°2 n'établit pas une telle distinction entre ces deux types de services dans sa politique. En effet, la politique de la SGP n°2 prévoit que celle-ci attribue, d'une part, une note discrétionnaire sur la qualité de l'exécution pour chacun des courtiers auxquels elle a recours en se basant sur le volume d'encours, les frais de courtage payés et le taux de courtage effectif des différents courtiers, et d'autre part, une notation de la prestation de recherche reçue. Toutefois, la politique ne fournit pas d'indication quant à l'importance accordée à la qualité de la recherche parmi les critères de sélection des courtiers. Compte tenu des coûts de transactions disparates facturés par les courtiers utilisés, et en l'absence de description d'un dispositif permettant d'apprécier ex-post la qualité de l'exécution fournie, la politique de cette SGP ne semble pas lui permettre de s'assurer efficacement du respect de son obligation de meilleure exécution.

Cas de recours à un prestataire de négociation externe

Les SGP n°4 et n°5 ont recours à un prestataire de négociation externe pour la sélection des courtiers auxquels est confiée l'exécution des ordres.

Les missions de contrôle notent que ces deux SGP ne mentionnent pas dans leur corps procédural les modalités de réexamen du dispositif de sélection/exécution en place, notamment par comparaison avec des dispositifs alternatifs.

Par ailleurs, si la SGP n°5 mentionne dans sa politique/procédure de meilleure exécution/sélection les diligences préalables à la sélection des courtiers et les différents éléments composant le dossier d'un nouveau courtier, la SGP n°4 ne précise pas ce point.

Enfin, la SGP n°4 a recours à un prestataire de négociation externe situé dans l'Union Européenne et par conséquent agréé pour fournir le service de réception/transmission d'ordres et soumis aux obligations afférentes en termes de meilleure exécution/sélection conformément à MIF 2, tandis que la SGP n°5 a recours à un prestataire situé en dehors de l'Union Européenne et donc non soumis à cette obligation. Pourtant, la SGP n°5 n'a évalué, ni au moment de l'entrée en relation avec le prestataire de la fonction essentielle de négociation, ni par la suite, le risque tenant au fait que ce prestataire n'est soumis à aucune réglementation en matière de meilleure

exécution/sélection vis-à-vis de ses clients. Elle aurait au moins dû s'assurer que le dispositif réglementaire et contractuel encadrant l'intervention de ce prestataire lui permettait d'obtenir de sa part des conditions d'exécution équivalentes à celles qu'impose une obligation de meilleure exécution s'appliquant aux prestataires régulés.

Réexamen de la politique de meilleure exécution/sélection

Les politiques de meilleure exécution/sélection prévoient conformément à la réglementation un réexamen de leur politique au moins annuel et en cas d'évènement qui le justifierait, mais n'apportent pas de précision quant aux modalités de ce réexamen, notamment les personnes ou instances en charge de ce réexamen, la méthodologie et le formalisme à utiliser.

Rappels réglementaires :

Article 28 du RD AIFM

2. Les gestionnaires prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour le FIA ou les investisseurs du FIA en tenant compte du prix, des coûts, de la rapidité, de la probabilité de l'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre. L'importance relative de ces facteurs est déterminée en fonction des critères énumérés à l'article 27, paragraphe 2.

Article L. 533-22-2-2 du CMF

I.-Dans le cadre de la gestion de placements collectifs, les sociétés de gestion de portefeuille prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre.

II.-Les sociétés de gestion de portefeuille établissent et mettent en œuvre des dispositions efficaces, notamment une politique d'exécution des ordres, pour se conformer aux prescriptions du I ci-dessus.

III.-La politique d'exécution des ordres inclut, en ce qui concerne chaque catégorie d'instruments, des informations sur les différents systèmes dans lesquels la société de gestion de portefeuille exécute les ordres et les facteurs influençant le choix du système d'exécution. Elle inclut au moins les systèmes qui permettent à la société de gestion de portefeuille d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres.

Article 321-110 du règlement général de l'AMF

Pour l'application du I de l'article L. 533-22-2-2 du code monétaire et financier, lorsqu'elle exécute les ordres pour le compte d'OPCVM, la société de gestion de portefeuille tient compte des critères ci-après pour déterminer l'importance relative des facteurs mentionnés au I dudit article :

- 1. les caractéristiques de l'ordre concerné ;*
- 2. les caractéristiques des instruments financiers qui font l'objet de cet ordre ;*
- 3. les caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels cet ordre peut être acheminé ;*
- 4. les objectifs, la politique d'investissement et les risques spécifiques à l'OPCVM indiqués dans le prospectus ou, le cas échéant, dans le règlement ou les statuts de l'OPCVM.*

Pour l'application de la présente sous-section, on entend par « lieu d'exécution » une plate-forme de négociation, un internalisateur systématique, un teneur de marché, un autre fournisseur de liquidité, ou une entité qui s'acquitte de tâches similaires dans un pays non partie à l'accord sur l'Espace économique européen.

Article 321-114 du règlement général de l'AMF

III. - La société de gestion de portefeuille prend toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour l'OPCVM qu'elle gère en tenant compte des mesures mentionnées à l'article L. 533-

22-2-2 du code monétaire et financier. L'importance relative de ces facteurs est déterminée par référence aux critères définis à l'article 321-110.

IV. - La société de gestion de portefeuille établit et met en œuvre une politique qui lui permet de se conformer à l'obligation mentionnée au III. Cette politique sélectionne, pour chaque classe d'instruments, les entités auprès desquelles les ordres sont transmis pour exécution. Les entités ainsi sélectionnées doivent disposer de mécanismes d'exécution des ordres qui permettent à la société de gestion de portefeuille de se conformer à ses obligations au titre du présent article lorsqu'elle transmet des ordres à cette entité pour exécution. La société de gestion de portefeuille fournit aux porteurs ou actionnaires de l'OPCVM qu'elle gère une information appropriée sur la politique qu'elle a arrêtée en application du présent paragraphe. Cette information est incluse dans le rapport de gestion.

Au regard de ces éléments de doctrine, l'AMF s'attendait notamment à observer les **bonnes pratiques** consistant :

- à établir une cartographie des diligences à réaliser (*ex ante*, suivi...) dans le cadre de la meilleure exécution et de la meilleure sélection, pour chaque catégorie d'instruments financiers qu'elle est susceptible de traiter et pour chaque système d'exécution qu'elle est susceptible de choisir,
- à établir une hiérarchie pour chaque catégorie d'instruments financiers entre les facteurs d'exécution, en veillant à impliquer, dans la définition de cette hiérarchie, les gérants ou les négociateurs qui l'appliqueront.

Mauvaises pratiques :

- Dans le cas de SGP exécutant elles-mêmes leurs ordres :
 - i) ne pas prévoir dans la politique de meilleure exécution/sélection, en sus des facteurs prévus par le code monétaire et financier, de facteurs qualitatifs (transparence, simplicité, efficacité, ...) pris en compte pour la sélection des lieux d'exécution,
 - ii) la politique d'exécution ne mentionne pas de liste des facteurs utilisés pour sélectionner un lieu d'exécution et l'importance relative de chaque facteur ou le processus par lequel cette importance relative est déterminée,
 - iii) la politique de meilleure exécution/sélection ne prévoit pas l'évaluation des coûts d'intégration d'un lieu d'exécution ni de comparaison aux gains obtenus par l'intégration de ce lieu d'exécution.
- Lorsque la SGP externalise la fonction de négociation à un prestataire tiers, la politique n'indique pas les critères sur lesquels la SGP a fondé son choix au regard de l'intérêt des porteurs, notamment par comparaison entre les gains apportés par cette prestation et les coûts engendrés pour les porteurs.
- Dans le cas de SGP recourant à un prestataire externe pour la négociation (sélection de courtiers), la SGP ne s'assure pas que ce prestataire est tenu à son égard à une obligation de meilleure sélection/meilleure exécution. À cet égard, le recours à un PSI non régulé au sein de l'UE et pour la fourniture de ce type de prestation est une mauvaise pratique dans la mesure où ce prestataire n'est pas tenu de respecter l'obligation de meilleure exécution prévue par la Directive MIF 2 et la SGP ne s'est pas assurée que les règles et le cadre contractuel dans lequel s'inscrit cette prestation lui permettent de bénéficier d'une obligation équivalente en la matière.
- La politique de meilleure exécution/sélection est insuffisamment précise sur la façon dont sont pris en compte les facteurs prévus par l'article le code monétaire et financier préalablement à l'exécution/sélection du courtier, notamment sur les mesures et outils utilisés pour l'appréciation de ces derniers.
- Dans le cas où la SGP n'exécute pas elle-même ses ordres, la politique de meilleure sélection ne mentionne pas les différentes typologies d'ordres possibles (ordres soignés, limite de cours, autres...) ou comment ces dernières sont prises en compte pour la sélection des courtiers et des différents services d'exécution proposés par ces derniers (*high touch*, algorithmes...).
- La politique de meilleure exécution/sélection ne décrit pas les modalités de suivi de la meilleure exécution/sélection mises en œuvre, les critères permettant d'identifier des anomalies et les mesures susceptibles d'être prises.

3.3. DILIGENCES DE SELECTION DES MODALITES D'EXECUTION : ENTREE EN RELATION

Sélection des courtiers

Les SGP doivent établir et mettre en œuvre une politique de sélection et d'évaluation des entités auprès desquelles les ordres sont transmis pour exécution, pour chaque classe d'instruments. Elles s'assurent que les entités sélectionnées disposent de mécanismes d'exécution des ordres permettant d'obtenir le meilleur résultat possible. Pour cela, les SGP collectent au moment de l'entrée en relation avec le courtier des informations et des documents, en formalisant éventuellement cette collecte dans une fiche d'entrée en relation.

Pièces collectées au moment de l'entrée en relation

	SGP n°1	SGP n°2	SGP n°3	SGP n°4	SGP n°5
Fiche d'entrée en relation	Non	Oui	Non	Non	Oui
Liste des pièces à collecter dans la procédure	Non	Oui	Oui	Non	Oui
Validation de l'entrée en relation par un comité	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Pièces collectées					
Statuts et Kbis	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Justificatif du statut réglementé du courtier	Non	Non	Oui	Non	Non
Convention de service ou « <i>terms of business</i> »	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Catégorisation client	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Consentement de la société de gestion	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Liste des signataires habilités à engager le courtier	Non	Non	Non	Non	Oui
Liste des lieux d'exécution	Non	Oui	Non	Non	Oui
Politique de meilleure exécution	Non	Oui	Oui	Oui	Oui
Politique de gestion des conflits d'intérêts	Non	Oui	Oui	Non	Oui

Il ressort du tableau ci-dessus que les pratiques d'entrée en relation avec les intermédiaires de marché sont variables d'une SGP à l'autre.

La SGP n°1 exécute l'essentiel de ses ordres par elle-même et a recours à des courtiers de manière ponctuelle. Elle ne collecte pas de documents relatifs à ces courtiers ni préalablement, ni postérieurement à l'entrée en relation.

Les SGP n°2 et n°5 ont établi une liste de contrôle des documents qui leur permet de valider l'entrée en relation avec les courtiers. Le cas échéant, les instances des SGP dédiées au suivi des courtiers utilisés, souvent identifiées comme des « comités brokers » permettent d'entériner (dans leurs procès-verbaux) ces entrées en relation.

Il ressort de l'examen documentaire réalisé sur un échantillon de dossiers relatifs à des courtiers utilisés qu'ils présentent des niveaux de complétude variables. Les dossiers ne comportent pas tous une convention signée avec le courtier, notamment lorsque ces derniers sont d'origine anglo-saxonne. Les conventions sont remplacées par des *terms of business* non signés dont les conditions deviennent effectives à compter du premier ordre passé. Par ailleurs, les missions de contrôle ont noté que les documents encadrant les relations entre les SGP et les courtiers ne sont pas toujours mis à jour, notamment en matière de tarification, mais que les évolutions tarifaires semblent néanmoins adéquatement prises en compte dans les systèmes dès la mise en place de la nouvelle tarification.

Concernant plus spécifiquement la catégorisation client, l'étude de l'échantillon montre que les SGP s'assurent globalement que les courtiers ne les ont pas catégorisées en « contreparties éligibles » et ne sont ainsi pas

exonérés de l'obligation de meilleure exécution. Toutefois, la SGP n°1 ne collecte pas cette information, tandis que la SGP n°2 n'a pas pu prouver qu'elle avait accompli cette démarche essentielle pour l'ensemble de ses courtiers.

Cas de recours à un prestataire de négociation externe

Les SGP n°4 et 5 ont choisi de recourir à une plateforme de négociation externe pour passer l'ensemble de leurs ordres, mis à part ceux relatifs aux produits dérivés pour la SGP n°4 et ceux relatifs à la gestion de portefeuille pour le compte de tiers pour la SGP n°5. Elles ont confié à ces plateformes le soin de sélectionner pour chaque ordre le courtier fournissant le meilleur résultat parmi une liste qu'elles ont prédéfinie. Pour ces deux SGP, les missions de contrôle ont constaté que les critères de sélection du prestataire retenu n'avaient pas été suffisamment formalisés.

Par ailleurs, la mission de contrôle a relevé que le prestataire de négociation à laquelle la SGP n°5 a choisi de recourir n'était pas un prestataire de l'UE et, par conséquent, n'était pas tenue de fournir à la SGP la meilleure exécution dans les conditions prévues par MIF 2. Ce risque n'avait pas été identifié par la SGP dans ses diligences préalables à l'entrée en relation, ni dans le cadre de la revue annuelle de ce prestataire (voir *supra*).

S'agissant de la sélection des courtiers par ces prestataires externes, elle s'effectue selon des approches différentes. La SGP n°5 a clairement établi une liste d'intermédiaires susceptibles d'être utilisés pour les 2 principales catégories d'instruments financiers, collecte elle-même les documents d'entrée en relation et dispose d'une convention bilatérale avec ces prestataires externes. Quant à la SGP n°4, elle a désigné elle-même certains intermédiaires de marché susceptibles d'être utilisés et laisse à son prestataire externe la possibilité de proposer d'autres courtiers dans une optique de meilleure exécution. Les documents d'entrée en relation sont collectés par le prestataire de négociation externe et des conventions tripartites sont établies entre ce dernier, la SGP et le courtier par la SGP n°4, tandis que la SGP n°5 établit des conventions bilatérales avec chaque courtier. Dans les deux cas, la SGP demeure seule décisionnaire de l'entrée en relation.

Modalités de sélection des lieux d'exécution (Direct market access, autres plateformes et fournisseurs de liquidité)

Les missions de contrôle ont constaté que les SGP qui exécutent elles-mêmes leurs ordres n'ont pas mis en place de processus de sélection de lieux d'exécution ou d'autres plateformes d'accès au marché.

En particulier, la SGP n°1 a recours à une ou plusieurs infrastructures de *Direct Market Access* (« DMA »)⁵ mises à disposition dans le cadre de prestations plus générales de « *prime brokerage* ». Or, elle n'a pas formalisé de diligence préalable à l'utilisation de cette infrastructure, au-delà des diligences plus générales réalisées sur le fournisseur pour sa prestation d'ensemble.

Bonnes pratiques :

⁵ L'accès direct au marché est défini en creux à l'article 20 du règlement délégué MIF2 : « 1. Une personne est considérée comme n'étant pas en mesure de transmettre des ordres relatifs à un instrument financier par voie électronique directement à une plate-forme de négociation au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 41), de la directive 2014/65/UE si cette personne ne peut exercer un pouvoir discrétionnaire quant à l'exacte fraction de seconde du placement d'ordre et à la durée de l'ordre dans ce délai. »

2. Une personne est considérée comme n'étant pas en mesure d'effectuer une transmission électronique directe d'ordre si ladite transmission est effectuée par le biais de dispositifs d'optimisation des processus d'exécution d'ordre qui déterminent les paramètres de l'ordre autres que la ou les plates-formes sur lesquelles l'ordre doit être soumis, à moins que ces dispositifs ne soient intégrés dans les systèmes des clients et non dans ceux du membre ou du participant d'un marché réglementé ou d'un MTF ou d'un client d'un OTF ».

- Dans le cas où la SGP n'exécute pas elle-même ses ordres et sélectionne pour ce faire des courtiers, s'assurer préalablement à l'entrée en relation avec ceux-ci qu'ils sont soumis réglementairement à une obligation de meilleure exécution. Notamment, la SGP s'assure de ne pas être catégorisée en « contrepartie éligible ».
- Prévoir un dossier d'entrée en relation comportant notamment, outre une convention de prestation de services ou des « *terms and conditions* », les états financiers les plus récents, les statuts, une liste des signataires autorisés, une politique de meilleure exécution, une politique de gestion des conflits d'intérêts et une lettre de catégorisation de la SGP par ce prestataire.
- Valider la complétude des dossiers d'entrée en relation avec les courtiers par la formalisation d'une fiche et/ou un procès-verbal d'un comité (comité « *brokers* » ou comité des risques selon les pratiques).

Mauvaises pratiques :

- Dans le cas du recours par la SGP à un prestataire de négociation externe, ne pas formaliser d'analyse préalable documentée de l'intérêt et des risques liés à cette prestation.
- Dans le cas où la SGP est soumise à une obligation de meilleure exécution, ne pas établir de critères, ni formaliser de diligences objectives préalables pour la sélection du fournisseur de DMA (Direct Market Access), le fait d'être en relation pour la fourniture d'une prestation de service plus globale (par exemple de *prime brokerage*) avec d'autres entités du groupe d'appartenance du prestataire ne peuvent constituer un critère suffisant.

3.4. SUIVI DE LA MEILLEURE EXECUTION ET DE LA MEILLEURE SELECTION ET REEXAMEN DE LA POLITIQUE

Les SGP doivent contrôler régulièrement l'efficacité de leur politique de meilleure exécution et, dans le cas où elles confient l'exécution de leurs ordres à des courtiers, la qualité d'exécution des entités sélectionnées dans le cadre de cette politique. À cette fin, elles doivent mettre en œuvre un processus d'évaluation, selon le cas, de la qualité de leur exécution en fonction notamment des lieux d'exécution choisis, des courtiers sélectionnés, ou de tout autre système utilisé.

Gouvernance du suivi de la meilleure exécution

Le tableau suivant détaille le processus d'évaluation, les critères choisis par les SGP contrôlées et les personnes votant lors de ce processus.

SGP	SGP n°1	SGP n°2	SGP n°3	SGP n°4	SGP n°5
Processus d'évaluation	La SGP n'a pas mis en place d'évaluation régulière de la qualité d'exécution fournie par ses prestataires.	Pour les actions, la SGP attribue une note comprise entre 1 et 5 sur la qualité d'exécution tous les semestres. Pour les obligations, la SGP calcule un score semestriel pour chaque courtier en agrégeant une note « mode de fonctionnement »	Les trois personnes de la table de négociation évaluent semestriellement les courtiers actions. Chaque personne note sur 10 chaque critère pour chacun des courtiers et décide de la pondération de chacun des critères. Une	Le comité semestriel sur la sélection des intermédiaires statue la liste des intermédiaires en charge de l'exécution. La table de négociation externe présente à ce comité des tableaux de bord statistiques sur la	Les deux gérants rédigent des fiches d'évaluation semestrielles pour chacun des courtiers et pour la table de négociation externe. Ces fiches contiennent une appréciation (Très bon, bon, moyen ou faible) pour chacun des critères

		fonction des différents canaux d'exécution proposé par le courtier, et une note qualitative selon deux critères différents.	moyenne pondérée des critères donne une note finale à chaque courtier. Un compte rendu synthétise dans un tableau les notes finales, le classement et la volumétrie de chaque courtier, et mentionne un bref commentaire sur la qualité d'exécution de chaque courtier.	qualité d'exécution fournie par les courtiers au cours du semestre passé mais il n'y a pas de processus formel de notation établi par la SGP.	et un commentaire synthétique.
Critères qualitatifs	-	« <i>Mode de fonctionnement</i> » « <i>Suivi par le sales/broker, proactif, adéquation des propositions</i> » « <i>Qualité d'exécution, position des prix par rapport aux quotations, liquidité, vitesse d'exécution</i> »	« <i>market colour</i> » : qualité des commentaires de marché ; « <i>high touch</i> » : capacité des courtiers à trouver de la liquidité ; « <i>data quality</i> » : qualité des données d'exécution et fiabilité des middle-offices ; « <i>algo footprint</i> » : capacité des outils algorithmiques à accéder à différentes places de cotation ; « <i>algo perf / support</i> » : performance des outils algorithmiques et réactivité des équipes de support.	-	Qualité d'exécution ; Qualité de la prestation administrative ; Probabilité d'exécution, liquidité, indication d'intérêts ; Coût de l'ordre ; Lieux d'exécution et accès au marché ; Solidité financière.
Votants	-	Gérants	Négociateurs	Gérants	Gérants

Les quatre SGP utilisant des courtiers pour l'exécution de leurs ordres disposent, conformément à leur politique d'un comité validant les conclusions du processus d'évaluation chaque semestre. S'agissant en particulier de la SGP n°4, le prestataire de négociation externe présente lors de ce comité des tableaux de bord, relatifs à la qualité d'exécution qu'il a lui-même établis et le comité décide sur cette base, après des échanges impliquant la fonction de gestion et sans la présence du prestataire de négociation externe, non retranscrits dans les procès-verbaux, du maintien ou de la radiation d'un courtier. La SGP n°4 n'effectue pas formellement de notation qualitative, ni quantitative de la qualité d'exécution fournie par les courtiers, et s'appuie sur les analyses fournies par son prestataire externe.

Critères quantitatifs

Quatre SGP sur les cinq SGP contrôlées consultent des rapports d'analyse de coûts de transaction (« TCA »). Seule la SGP n°2 a indiqué ne pas se procurer de tels rapports dans le cadre de son suivi. Les SGP n°4 et 5 reçoivent ces rapports de la part de leur table de négociation externe. Les SGP n°1 et 3 ont demandé à un fournisseur spécialisé et indépendant de produire ces rapports. Les missions de contrôle ont constaté que :

- aucune des SGP contrôlées n'avait utilisé les données de ces rapports pour formellement justifier/documenter l'évaluation des courtiers et des plateformes d'exécution ;
- la SGP n°1 a mis en place un mécanisme d'alerte trimestriel pour les ordres sous-performant l'indicateur « VWAP⁶ » ou l'indicateur « Placement to execution » de plus de 5 % ou sous-performant ces deux indicateurs de plus de 1 %. Cependant, le nombre d'alertes a décuplé à partir du quatrième trimestre 2018, rendant impossible l'analyse de chacune d'entre elles ;
- la SGP n°3 reçoit des données de la part de son fournisseur d'analyse externe et a formalisé à partir de mars 2021 la revue de ces rapports par un courriel d'analyse mensuel envoyé par le responsable de la table de négociation au RCCI, au responsable des risques et aux dirigeants ;
- les SGP n°4 et 5 n'avaient pas formalisé leur propre analyse des données fournies par leur table de négociation externe et s'appuyaient principalement sur ces données.

Les rapports de TCA permettent aux SGP de contrôler *a posteriori* la qualité d'exécution de leurs ordres. Les missions de contrôle ont cependant constaté que la quantité importante de données et la complexité des nombreux indicateurs fournis, souvent sans définition précise associée, demandent aux SGP un effort d'appropriation avant d'être correctement exploités. Parmi les indicateurs surveillés par les SGP contrôlées figurent par exemple et de manière non cumulative :

- le « *Market Impact Adjusted Arrival Price* » défini comme la différence entre le prix moyen d'exécution et le milieu de fourchette au moment où l'ordre est reçu, ajusté de l'impact de marché estimé par Bloomberg avant la transaction. La SGP qui utilise cet indicateur n'en comprend pas complètement la construction dans la mesure où il repose sur des modèles développés par Bloomberg (basés notamment sur la profondeur du carnet, la taille de l'ordre par rapport au volume moyen traité, la volatilité du titre et la durée estimée pour réaliser la transaction) ;
- la différence entre le prix moyen d'exécution et le prix moyen si l'ordre avait été exécuté alors qu'il représentait 20 % du volume des échanges sur le titre concerné ;
- la différence entre le prix d'exécution et des benchmarks (TWAP⁷, VWAP,...) ;
- le « *Placement to execution* » ou « *implementation shortfall* » c'est-à-dire la différence entre le prix moyen d'exécution et le prix à l'instant où l'ordre a été placé ;
- les pourcentages d'ordres passifs et agressifs.

Rappels réglementaires :

Article L. 533-18 I. du CMF

[...] *En vue d'assurer le meilleur résultat possible lorsque plusieurs lieux d'exécution concurrents sont en mesure d'exécuter un ordre concernant un instrument financier, les prestataires évaluent et comparent les résultats qui seraient obtenus pour les clients en exécutant l'ordre dans chacun des lieux d'exécution inclus dans la politique d'exécution mentionnée au II dès lors qu'ils sont en mesure d'exécuter cet ordre. Dans cette évaluation, les prestataires prennent en compte les commissions qui leur sont propres et les coûts pour l'exécution de l'ordre dans chacun des lieux d'exécution éligibles.[...]*

⁶ VWAP signifie « *Volume weighted average price* » c'est-à-dire le prix moyen pondéré en fonction du volume.

⁷ TWAP signifie « *Time-Weighted Average Price* », c'est-à-dire le prix moyen pondéré dans le temps.

Article 65.7 du RD MIF 2

7. Les entreprises d'investissement contrôlent régulièrement l'efficacité de la politique établie en application du paragraphe 5 et, en particulier, la qualité d'exécution des entités identifiées dans le cadre de cette politique ; le cas échéant, elles corrigent les défaillances constatées.

Article 321-112 du règlement général de l'AMF

La société de gestion de portefeuille surveille l'efficacité de ses dispositifs en matière d'exécution des ordres et de sa politique en la matière afin d'en déceler les lacunes et d'y remédier le cas échéant.

En particulier, elle vérifie régulièrement si les systèmes d'exécution prévus dans sa politique d'exécution des ordres permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour l'OPCVM ou si elle doit procéder à des modifications de ses dispositifs en matière d'exécution. [...]

Article 321-113 du règlement général de l'AMF

La société de gestion de portefeuille réexamine annuellement la politique d'exécution ainsi que ses dispositifs en matière d'exécution des ordres.

Ce réexamen s'impose également chaque fois qu'une modification substantielle se produit et affecte la capacité de la société de gestion de portefeuille à continuer d'obtenir avec régularité le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres passés pour le compte des OPCVM en utilisant les lieux d'exécution prévus dans sa politique d'exécution.

Article 321-114 du règlement général de l'AMF

V. - La société de gestion de portefeuille contrôle régulièrement l'efficacité de la politique établie en application du IV et, en particulier, la qualité d'exécution des entités sélectionnées dans le cadre de cette politique.

Le cas échéant, elle corrige toutes les défaillances constatées.

De plus, la société de gestion de portefeuille est tenue de procéder à un examen annuel de sa politique. Cet examen doit également être réalisé chaque fois qu'intervient un changement significatif qui a une incidence sur la capacité de la société à continuer à obtenir le meilleur résultat possible pour l'OPCVM qu'elle gère.

Article 27.5 du RD AIFM

4. Les gestionnaires contrôlent régulièrement l'efficacité de leurs dispositions et de leur politique en matière d'exécution des ordres afin d'en déceler les défaillances et d'y remédier le cas échéant.

5. Les gestionnaires réexaminent annuellement leur politique en matière d'exécution. Ils réexaminent également cette politique chaque fois qu'intervient un changement significatif qui a une incidence sur leur capacité à continuer d'obtenir le meilleur résultat possible pour les FIA gérés.

Article 28.3 du RD AIFM

3. Les gestionnaires contrôlent régulièrement l'efficacité de la politique arrêtée en application du paragraphe 2 et, en particulier, la qualité d'exécution des entités mentionnées dans le cadre de cette politique ; le cas échéant, ils corrigent les défaillances constatées.

En outre, les gestionnaires réexaminent annuellement cette politique. Ils la réexaminent également chaque fois qu'intervient un changement significatif qui a une incidence sur leur capacité à continuer d'obtenir le meilleur résultat possible pour les FIA gérés.

Bonnes pratiques :

- Veiller à ce que les personnels en charge de l'exécution ou de la sélection des courtiers, selon le cas, disposent des outils et informations leur permettant de s'assurer que les facteurs de meilleure sélection et de meilleure exécution, tels que définis dans la politique de meilleure exécution et de meilleure sélection de la SGP, sont adéquatement pris en compte, notamment les prix et coûts d'exécution ou encore les conditions de liquidité.
- Se doter d'une instance interne (comité) destinée au suivi et à l'appréciation de la qualité de l'exécution, que celle-ci soit exercée directement par la SGP ou par l'intermédiaire de courtiers

sélectionnés. Cette instance recueille selon une périodicité adaptée à la volumétrie des ordres, l'appréciation des personnes impliquées dans le processus de passation des ordres (en particulier les gérants, analystes et sur certains aspects le middle-office) et en formalise les conclusions.

- Compléter l'appréciation qualitative décrite ci-dessus par des analyses quantitatives périodiques, y compris par échantillonnage.
- Se doter d'outils ou recourir à un fournisseur indépendant afin de disposer de rapports relatifs à la qualité de l'exécution/de la sélection, en particulier, dans le cas de SGP ayant une volumétrie de transactions significative.
- Dans le cadre du suivi de la meilleure exécution/sélection, pour la gestion collective, réaliser des comparaisons de la qualité d'exécution avec celle qui aurait pu être obtenue via un autre courtier/une autre plateforme de négociation et/ou sur un autre lieu de négociation.
- Formaliser et adresser aux dirigeants un rapport périodique concernant le suivi de la qualité de l'exécution, selon une périodicité adaptée à la volumétrie des ordres (mensuelle dans le cas d'une volumétrie significative).

Mauvaises pratiques :

- Omettre d'intégrer dans l'appréciation de la qualité de l'exécution, le temps écoulé entre la génération de l'ordre par le gérant et sa prise en charge par la personne en charge de la négociation lorsque cette personne n'est pas le générateur de l'ordre lui-même (table de négociation interne ou prestataire de négociation externe).
- Dans le cadre du suivi de la qualité d'exécution, ne pas documenter les décisions/conclusions par des analyses, y compris par échantillonnage, réalisées sur la base des données et rapports relatifs à la qualité de l'exécution dont la SGP dispose.
- Ne pas produire d'analyse formalisée des alertes telles qu'elles ont été définies dans la politique de meilleure exécution/sélection
- Pour les SGP soumises à une obligation de meilleure sélection, dans le cas où la volumétrie des ordres ne justifie pas l'acquisition d'une solution ou le recours à un fournisseur d'analyse de la qualité d'exécution, ne pas se procurer auprès des courtiers de données ou de rapport d'analyse de la qualité de leur exécution, notamment par échantillonnage, ou, lorsque de tels rapports et données sont mis à sa disposition, ne pas procéder à leur analyse.
- Ne pas définir/appliquer de méthodologie d'analyse des rapports de coûts de transaction indiquant notamment la fréquence de l'analyse, les indicateurs pertinents utilisés et leurs définition et modalités de calcul précises et la formalisation de la conclusion de cette analyse.
- Ne pas justifier par des données ou des analyses effectuées par les prestataires le choix de n'inclure, pour une ou plusieurs catégories d'instruments financiers, qu'une seule entité dans sa politique de meilleure exécution/sélection.
- Ni la politique de meilleure sélection et de meilleure exécution, ni ses modalités de mise en œuvre ne permettent d'établir une distinction claire entre la prise en compte des facteurs d'appréciation de la qualité de l'exécution et la prise en compte des facteurs d'appréciation de la qualité des services de recherche fournis par ailleurs, dans le processus de sélection des courtiers en charge de l'exécution.

3.5. INFORMATION DES CLIENTS ET INVESTISSEURS

3.5.1. Publication de la politique de meilleure exécution/sélection

Les SGP doivent fournir aux porteurs ou actionnaires des OPCVM/FIA qu'elles gèrent une information appropriée sur leur politique de meilleure exécution. Cette information qui doit être fournie en temps utile avant la prestation de service concerne :

- d'une part, l'importance relative attribuée aux facteurs influençant le choix du système d'exécution en fonction notamment des caractéristiques de l'ordre concerné, et
- d'autre part, la liste des lieux d'exécution auxquels les SGP font le plus confiance.

Par ailleurs, cette information doit être incluse dans le rapport de gestion de chaque OPCVM (article 321-114 du règlement général de l'AMF).

Les SGP qui fournissent un service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers doivent également fournir ces deux types d'information à leurs clients avant la prestation du service, avec d'autres points listés à l'article 66 du règlement délégué MIF2.

Toutes les SGP contrôlées ont choisi leur site internet comme canal de publication de ces informations. Les missions de contrôle ont constaté que :

- la SGP n°1 avait publié l'intégralité de sa politique d'exécution dans un espace dont l'accès était réservé à ses clients gérés sous mandat ;
- la SGP n°2 avait publié une version de sa politique d'exécution différente de sa politique d'exécution interne, jugeant cette dernière trop opérationnelle ;
- la SGP n° 3 avait publié une description trop succincte des grands principes de sa politique de meilleure exécution ;
- les SGP n°4 et 5 avaient publié l'intégralité de leur politique d'exécution à jour.

Les missions de contrôle remarquent que :

- le fait de communiquer les informations relatives à la politique de meilleure exécution dans un espace dont l'accès est réservé aux clients porteurs d'OPCVM/FIA de la SGP n'est conforme à la réglementation que lorsque la SGP ne fournit pas de service de gestion pour compte de tiers, ce qui est le cas de la SGP n°1 ;
- la publication d'un document différent de la politique d'exécution demande à la SGP qu'un niveau d'information approprié y figure, c'est-à-dire que les informations exigées par la réglementation y figurent (à savoir les facteurs et critères retenus pour l'exécution et leur importance respective, les lieux d'exécution privilégiés ou les entités auprès desquelles les ordres sont transmis pour exécution selon le cas, les modalités selon lesquelles la SGP s'assure de la qualité de l'exécution (instances, périodicité et méthodologies). Une vigilance particulière est également requise pour que les mises à jour du document interne soient immédiatement reflétées dans le document publié.

Par ailleurs, les SGP doivent fournir aux porteurs ou actionnaires des OPCVM qu'elles gèrent une information appropriée sur leur politique de sélection et d'évaluation des entités qui leur fournissent les services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres (article 321-115 du règlement général de l'AMF). Cette information doit être publiée sur leur site internet ou, à défaut, dans le rapport de gestion de chaque OPCVM.

Les SGP n°1, 2, 4 et 5 ont intégré ces informations sur la meilleure sélection dans le même document que les dispositions relatives à la meilleure exécution. La SGP n°3 a publié sur son site une politique de sélection obsolète puisqu'elle datait de février 2019 alors que le document avait été mis à jour en août 2021.

3.5.2. Comptes rendus relatifs aux frais d'intermédiation

Les SGP ont l'obligation d'élaborer un « compte rendu relatif aux frais d'intermédiation » dès lors que les frais d'intermédiation qu'elles ont payés au cours de l'exercice précédent dépassent 500 000 € (articles 319-18 et 321-

122 du règlement général de l'AMF). Ce document doit être disponible sur leur site internet ou, à défaut, être diffusé dans le rapport de gestion de chaque OPCVM.

Parmi les SGP contrôlées, les SGP n°1, 2 et 5 n'avaient pas établi de compte rendu relatifs aux frais d'intermédiation puisque ces frais se situaient en dessous du seuil des 500 000 €. Les SGP n°3 et 4 avaient élaboré et publié ce compte rendu chaque année depuis 2018 et mettent à disposition des investisseurs sur leur site internet leur compte rendu relatif aux frais d'intermédiation de l'exercice précédent.

Les SGP n°3 et n°4 mentionnent également la clé de répartition en pourcentage entre les frais d'intermédiation et les frais de recherche sur la période visée.

3.5.3. Rapports RTS 28

Les SGP fournissant un service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers doivent établir et publier une fois par an, pour chaque catégorie d'instruments financiers, le classement des cinq premières entreprises d'investissement en termes de volumes de négociation auxquelles elles ont transmis des ordres de clients pour exécution au cours de l'année précédente et des informations synthétiques sur la qualité d'exécution obtenue (article 65 du règlement délégué MIF2). Des normes techniques de réglementation (appelées « RTS⁸ 28 ») ont précisé les exigences attendues pour ce rapport (règlement délégué 2017/576 de la Commission du 8 juin 2016) dont l'entrée en application date du 3 janvier 2018. Ces informations sont pour chaque catégorie d'instruments financiers, le nom et l'identifiant de la plate-forme d'exécution, le volume et le nombre d'ordres de clients exécutés exprimés en % du total d'ordres exécutés sur cette plate-forme, les pourcentages des ordres passifs et des ordres agressifs ainsi que des ordres dirigés parmi les ordres exécutés⁹.

L'ESMA a publié le 3 octobre 2018 des questions et réponses sur le sujet du rapport RTS 28.¹⁰ Elle a notamment indiqué que « *Si un gestionnaire de portefeuille, ou un récepteur et transmetteur d'ordres, envoie un ordre à une entité pour exécution (courtier), la distinction entre ordres passifs et agressifs telle que définie à l'article 2 du RTS 28 n'est probablement pas pertinente et ne devra pas être mentionnée dans le rapport à publier conformément à l'article 65(6) du règlement délégué* » (question 14).

Parmi les SGP contrôlées, les missions de contrôle ont relevé que :

- la SGP n°1 avait publié sur son site internet des rapports annuels intitulés « quality of execution » mentionnant les informations définies dans le RTS 28 malgré le fait qu'elle ne fournissait pas de service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers. Les données dont elle faisait état étaient cependant des données agrégées à l'ensemble des sociétés du groupe dont elle fait partie ;
- les SGP n°3 et 5 n'avaient pas joint aux tableaux chiffrés d'information synthétique sur la qualité d'exécution obtenue pour chaque catégorie d'instruments financiers. Par ailleurs, les pourcentages d'ordres agressifs ou passifs figurant dans ces tableaux étaient parfois indiqués comme nuls, manifestement faute de données ;
- la SGP n°3 avait choisi d'envoyer ce rapport à son unique client en gestion sous mandat plutôt que de le publier sur son site internet ;

⁸ Regulatory Technical Standards

⁹ Article 2 du RD UE 2017/576 de la commission du 8 juin 2016 : « on entend par: a) «ordre passif», un ordre, inscrit dans le carnet d'ordres, qui a apporté de la liquidité; b) «ordre agressif», un ordre, inscrit dans le carnet d'ordres, qui a absorbé de la liquidité; c) «ordre dirigé» (directed order), un ordre pour lequel le client a spécifié par avance la plate-forme d'exécution.

¹⁰ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf

- la SGP n°2 avait publié sur son site internet le rapport RTS 28 pour les exercices 2019 et 2020 et mettait à disposition son rapport RTS 28 pour l'exercice 2021. Ces rapports indiquent pour chacune des catégories d'instruments financiers sur lesquels elle intervient dans le cadre de services d'investissement la répartition des flux d'ordres en volume et en nombre d'ordres exécutés en % sur la période écoulée pour les cinq premières plates-formes ;
- la SGP n°4 avait publié sur son site internet le rapport RTS 28 et avait mis également à disposition de ses clients son rapport RTS 28 de l'exercice précédent. Ces rapports mentionnent pour chaque type d'instruments financiers la proportion du volume d'ordres exécutés et la proportion d'ordres pour les cinq premiers courtiers ainsi que le pourcentage d'ordres passifs, agressifs et dirigés ;
- les SGP n°4 et 5 n'avaient pas indiqué qu'elles faisaient appel à une table de négociation externe et avaient mentionné dans les rapports les cinq principaux courtiers auxquels elles avaient eu recours.

3.5.4. Autres informations

Les SGP n°2 et 4 ont mentionné dans les rapports annuels des fonds de l'échantillon sélectionné des informations relatives à la sélection des courtiers.

La SGP n°4 n'évoque pas dans les rapports annuels des fonds la partie liée à la recherche qui entre pour partie dans le prix total de la transaction.

Rappels réglementaires :

Article 65 du RD MIF2

6. Les entreprises d'investissement fournissent à leurs clients une information sur la politique qu'elles ont arrêtée en application du paragraphe 5 et de l'article 66, paragraphes 2 à 9. Les entreprises d'investissement fournissent à leurs clients des informations appropriées sur l'entreprise et ses services ainsi que sur les entités choisies à des fins d'exécution. En particulier, lorsque l'entreprise d'investissement sélectionne d'autres entreprises pour fournir des services d'exécution des ordres, elle établit et publie une fois par an, pour chaque catégorie d'instruments financiers, le classement des cinq premières entreprises d'investissement en termes de volumes de négociation auxquelles elle a transmis ou auprès desquelles elle a passé des ordres de clients pour exécution au cours de l'année précédente et des informations synthétiques sur la qualité d'exécution obtenue. Ces informations sont cohérentes par rapport à celles publiées conformément aux normes techniques développées en vertu de l'article 27, paragraphe 10, point b), de la directive 2014/65/UE. À la demande raisonnable d'un client, l'entreprise d'investissement fournit à ses clients ou clients potentiels des informations sur les entités auprès desquelles des ordres sont passés ou auxquelles l'entreprise transmet des ordres pour exécution.

Article 66 du RD MIF2

2. L'information sur la politique d'exécution est personnalisée en fonction de la catégorie d'instrument financier et du type de service fourni et inclut les informations visées aux paragraphes 3 à 9.

3. Les entreprises d'investissement fournissent à leurs clients, en temps utile avant la prestation du service, les informations suivantes sur leur politique d'exécution :

a) l'importance relative que l'entreprise d'investissement attribue, sur la base des critères définis à l'article 59, paragraphe 1, aux facteurs mentionnés à l'article 27, paragraphe 1, de la directive 2014/65/UE ou le processus par lequel l'entreprise détermine l'importance relative desdits facteurs ;

b) une liste des plates-formes d'exécution auxquelles l'entreprise fait le plus confiance pour honorer son obligation de prendre toutes les mesures raisonnables en vue d'obtenir dans la plupart des cas le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients, précisant les plates-formes utilisées pour chaque catégorie d'instrument financier, pour les ordres des clients de détail et des clients professionnels et pour les opérations de financement sur titres ;

c) une liste des facteurs utilisés pour sélectionner une plate-forme d'exécution, incluant des facteurs qualitatifs tels que systèmes de compensation, coupe-circuits, actions programmées ou toute autre considération pertinente, et l'importance relative de chaque facteur ; l'information sur les facteurs utilisés pour choisir une plate-forme d'exécution à des fins d'exécution est cohérente avec les contrôles effectués par l'entreprise pour démontrer aux clients que le principe d'exécution au mieux a été respecté dans la plupart des cas, lors du réexamen de sa politique et des dispositions prises ;

d) la façon dont les facteurs d'exécution que sont les prix, les coûts, la rapidité et la probabilité d'exécution, ainsi que tout autre facteur pertinent, sont pris en compte dans la définition de toutes les mesures suffisantes pour obtenir le meilleur résultat possible pour le client ;

e) le cas échéant, l'indication du fait que l'entreprise exécute des ordres en dehors d'une plate-forme de négociation et des conséquences que cela entraîne, par exemple le risque de contrepartie lié à une exécution en dehors d'une plateforme de négociation, et, sur demande du client, un complément d'informations sur les conséquences de ce mode d'exécution ;

f) un avertissement clair précisant qu'en cas d'instructions particulières données par un client, l'entreprise risque, en ce qui concerne les éléments couverts par ces instructions, de ne pas pouvoir prendre les mesures prévues et appliquées dans le cadre de sa politique d'exécution en vue d'obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution de ces ordres ;

g) un résumé du processus de sélection des plates-formes d'exécution, les stratégies d'exécution utilisées, les procédures et processus utilisés pour analyser la qualité d'exécution obtenue et la façon dont les entreprises contrôlent et vérifient que les meilleurs résultats possibles ont été obtenus pour leurs clients. Cette information est fournie sur un support durable, ou sur un site web (qui ne constitue pas un support durable) pour autant que les conditions énoncées à l'article 3, paragraphe 2, soient remplies.

4. Lorsque les entreprises d'investissement appliquent différents frais en fonction du lieu d'exécution, l'entreprise explique ces différences suffisamment en détail pour permettre au client de comprendre les avantages et les inconvénients associés au choix d'un lieu d'exécution donné.

5. Lorsque les entreprises d'investissement invitent les clients à choisir un lieu d'exécution, elles leur fournissent des informations correctes, claires et non trompeuses pour les empêcher de choisir un lieu d'exécution plutôt qu'un autre en se basant uniquement sur la politique de prix de l'entreprise.

6. Les entreprises d'investissement ne reçoivent de paiements de tiers que s'ils sont conformes à l'article 24, paragraphe 9, de la directive 2014/65/UE et informent les clients des incitations dont elles bénéficient éventuellement de la part des plates-formes d'exécution. Ces informations précisent les frais facturés par l'entreprise d'investissement à toutes les contreparties impliquées dans la transaction, et lorsque les frais varient en fonction du client, elles indiquent les frais maximum ou l'éventail de frais applicables.

7. Une entreprise d'investissement qui facture une transaction à plusieurs participants, conformément à l'article 24, paragraphe 9, de la directive 2014/65/UE et à ses mesures d'exécution, informe ses clients de la valeur de tout avantage monétaire ou non monétaire dont elle bénéficie.

8. Lorsqu'un client adresse à une entreprise d'investissement des demandes d'information raisonnables et proportionnées sur ses politiques ou les dispositions qu'elle a prises et sur leur processus de réexamen, cette entreprise d'investissement répond clairement et dans un délai raisonnable.

9. Lorsqu'une entreprise d'investissement exécute des ordres pour des clients de détail, elle fournit à ces clients un résumé de sa politique en la matière, mettant l'accent sur leur coût total. Ce résumé comprend également un lien vers les données les plus récentes sur la qualité d'exécution publiées conformément à l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE, pour chaque plate-forme d'exécution répertoriée par l'entreprise d'investissement dans sa politique d'exécution.

Article L. 533-22-2 du code monétaire et financier

III. [...] Les sociétés de gestion de portefeuille fournissent des informations appropriées aux actionnaires ou porteurs de parts des placements collectifs sur leur politique d'exécution des ordres.

Lorsque la politique d'exécution des ordres prévoit que les ordres peuvent être exécutés en dehors d'une plateforme de négociation, la société de gestion de portefeuille informe notamment les actionnaires ou porteurs de parts des placements collectifs de cette possibilité.

Article 321-111 du règlement général de l'AMF

La société de gestion de portefeuille est tenue de fournir aux porteurs de parts ou actionnaires de l'OPCVM, en temps utile avant la prestation du service, les informations suivantes sur sa politique d'exécution :

- 1. l'importance relative que la société de gestion de portefeuille attribue aux facteurs mentionnés au I de l'article L. 533-22-2-2 du code monétaire et financier sur la base des critères mentionnés à l'article 321-110 ou le processus par lequel elle détermine l'importance relative de ces critères ;*
- 2. une liste des lieux d'exécution auxquels la société de gestion de portefeuille fait 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 passés pour le compte des OPCVM.*

Article 321-112 du règlement général de l'AMF

[...] La société de gestion de portefeuille signale aux porteurs de parts ou actionnaires de l'OPCVM toute modification importante de ses dispositifs en matière d'exécution des ordres ou de sa politique en la matière.

Article 321-114 du règlement général de l'AMF

IV. - La société de gestion de portefeuille établit et met en œuvre une politique qui lui permet de se conformer à l'obligation mentionnée au III. Cette politique sélectionne, pour chaque classe d'instruments, les entités auprès desquelles les ordres sont transmis pour exécution. Les entités ainsi sélectionnées doivent disposer de mécanismes d'exécution des ordres qui permettent à la société de gestion de portefeuille de se conformer à ses obligations au titre du présent article lorsqu'elle transmet des ordres à cette entité pour exécution. La société de gestion de portefeuille fournit aux porteurs ou actionnaires de l'OPCVM qu'elle gère une information appropriée sur la politique qu'elle a arrêtée en application du présent paragraphe. Cette information est incluse dans le rapport de gestion.

Article 321-115 du règlement général de l'AMF

La société de gestion de portefeuille établit et met en œuvre une politique de sélection et d'évaluation des entités qui lui fournissent les services mentionnés au b du 1° de l'article 321-119, en prenant en compte des critères liés notamment à la qualité de l'analyse financière produite.

Elle fournit aux porteurs ou actionnaires de l'OPCVM qu'elle gère une information appropriée sur son site internet sur la politique qu'elle a arrêtée en application du premier alinéa. Le rapport de gestion de chaque OPCVM renvoie alors expressément à cette politique.

Lorsque la société de gestion de portefeuille ne dispose pas d'un site internet, cette politique est décrite dans le rapport de gestion de chaque OPCVM.

Article 321-122 du règlement général de l'AMF

[...] Lorsqu'elle a recours à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres et que les frais d'intermédiation ont représenté pour l'exercice précédent un montant supérieur à 500 000 euros, la société de gestion de portefeuille élabore un document intitulé « Compte rendu relatif aux frais d'intermédiation », mis à jour autant que de besoin. Ce document précise les conditions dans lesquelles la société de gestion de portefeuille a eu recours, pour l'exercice précédent, à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, ainsi que la clé de répartition constatée entre :

- 1- les frais d'intermédiation relatifs au service de réception et de transmission et au service d'exécution d'ordres ;*
- 2- les frais d'intermédiation relatifs aux services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres.*

Cette clé de répartition, formulée en pourcentage, est fondée sur une méthode établie selon des critères pertinents et objectifs.

Elle peut être appliquée :

1- soit à l'ensemble des actifs d'une même catégorie d'un OPCVM ;

2- soit selon toute autre modalité adaptée à la méthode de répartition choisie.

Le document « Compte rendu relatif aux frais d'intermédiation » précise, le cas échéant, le pourcentage constaté pour l'exercice précédent, par rapport à l'ensemble des frais d'intermédiation, des frais mentionnés au b du 1° de l'article 321-119 reversés à des tiers dans le cadre d'accords de commission partagée mentionnés à l'article 321-121.

Il rend compte également des mesures mises en œuvre pour prévenir ou traiter les conflits d'intérêts éventuels dans le choix des prestataires.

Ce document est disponible sur le site de la société de gestion de portefeuille lorsque cette dernière dispose d'un tel site. Le rapport de gestion de chaque OPCVM renvoie alors expressément à ce document. Lorsque la société de gestion de portefeuille ne dispose pas d'un site, ce document est diffusé dans le rapport de gestion de chaque OPCVM.

Article 3 du RD MIF2

1. Les entreprises d'investissement publient l'identité des cinq premières plates-formes d'exécution en termes de volumes de négociation sur lesquelles elles ont exécuté les ordres de leurs clients, et ce pour chaque catégorie d'instruments financiers visée à l'annexe I. Les informations relatives aux clients de détail sont publiées suivant le format décrit dans le tableau 1 de l'annexe II et celles concernant les clients professionnels, suivant le format décrit dans le tableau 2 de cette même annexe. Cette publication ignore les opérations de financement sur titres et contient les informations suivantes : a) catégorie d'instruments financiers ; b) nom et identifiant de la plate-forme d'exécution ; c) volume d'ordres de clients exécutés sur cette plate-forme, exprimé en pourcentage du volume total d'ordres exécutés ; d) nombre d'ordres de clients exécutés sur cette plate-forme, exprimé en pourcentage du nombre total d'ordres exécutés ; e) pourcentage des ordres passifs et pourcentage des ordres agressifs parmi les ordres exécutés visés au point d) ; f) pourcentage des ordres dirigés (directed orders) parmi les ordres exécutés visés au point d) ; g) indication du fait que l'entreprise d'investissement a, ou non, exécuté en moyenne moins d'un ordre par jour ouvrable de l'année précédente dans cette catégorie d'instruments financiers. 2. Les entreprises d'investissement publient l'identité des cinq premières plates-formes d'exécution en termes de volumes de négociation sur lesquelles elles ont exécuté les ordres de leurs clients concernant des opérations de financement sur titres, et ce, pour chaque catégorie d'instruments financiers visée à l'annexe I, suivant le format décrit dans le tableau 3 de l'annexe II. Cette publication contient les informations suivantes : a) volume d'ordres de clients exécutés sur cette plate-forme, exprimé en pourcentage du volume total d'ordres exécutés ; b) nombre d'ordres de clients exécutés sur cette plate-forme, exprimé en pourcentage du nombre total d'ordres exécutés ; c) indication du fait que l'entreprise d'investissement a, ou non, exécuté en moyenne moins d'un ordre par jour ouvrable de l'année précédente dans cette catégorie d'instruments financiers. 3. Les entreprises d'investissement publient, pour chaque catégorie d'instruments financiers, un résumé de l'analyse qu'elles font et des conclusions qu'elles tirent du suivi détaillé de la qualité d'exécution obtenue sur les plates-formes sur lesquelles elles ont exécuté tous les ordres de leurs clients durant l'année précédente. Ces informations comprennent notamment : a) une explication de l'importance relative que l'entreprise a accordée au prix, aux coûts, à la rapidité et à la probabilité de l'exécution ou à tout autre facteur, y compris qualitatif, dans son évaluation de la qualité de l'exécution ; b) une description des éventuels liens étroits, conflits d'intérêts et participations communes avec une ou plusieurs des plates-formes utilisées pour exécuter les ordres ; c) une description de tout accord particulier conclu avec des plates-formes d'exécution concernant les paiements effectués ou reçus, les rabais, remises ou avantages non monétaires obtenus ; d) une explication, le cas échéant, des facteurs ayant conduit à modifier la liste des plates-formes d'exécution mentionnée dans la politique d'exécution de l'entreprise ; e) une explication de la manière dont l'exécution des ordres varie selon la catégorie de clients, dans le cas où l'entreprise traite différemment diverses catégories de clients et où cela peut avoir une incidence sur les modalités d'exécution des ordres ; f) une indication du fait que d'autres critères ont été ou non privilégiés par rapport au prix et aux coûts immédiats lors de l'exécution des ordres des clients de détail, et une explication de la

manière dont ces autres critères ont été déterminants pour atteindre le meilleur résultat possible en termes de coût total pour le client ; g) une explication de la manière dont l'entreprise d'investissement a utilisé le cas échéant des données ou des outils en rapport avec la qualité d'exécution, notamment des données publiées en vertu du règlement délégué (UE) 2017/575 ; h) s'il y a lieu, une explication de la manière dont l'entreprise d'investissement a utilisé des éléments provenant d'un fournisseur de système consolidé de publication conformément à l'article 65 de la directive 2014/65/UE.

Bonnes pratiques :

- S'assurer que la politique d'exécution publiée sur son site internet soit conforme à sa politique d'exécution interne et au processus opérationnel mis en œuvre au sein de la SGP.
- Outre les OPCVM, faire figurer, également dans les rapports annuels des fonds de type FIA une information sur la politique de sélection des courtiers de la SGP même si elle dispose d'un site internet sur lequel figure également sa politique de sélection de ses courtiers.

Mauvaises pratiques :

- Dans le cas d'une SGP ayant recours à un prestataire de négociation externe, ne pas effectuer de diligence de contrôle concernant les informations fournies par ce prestataire pour l'élaboration des rapports RTS 28 et des comptes rendus relatifs aux frais d'intermédiation avant de les publier.
- Indiquer comme nuls les pourcentages d'ordres passifs ou agressifs dans les rapports RTS 28 lorsque les données sont manquantes.
- Dans les comptes rendus relatifs aux frais d'intermédiation, ne pas faire apparaître de manière suffisamment claire la distinction entre les frais d'intermédiation et les frais de recherche, en ne faisant apparaître que les frais de recherche collectés au moyen d'accords de commissions de courtage partagées.

3.6. DISPOSITIF DE CONTROLE

3.6.1. Contrôle permanent

Les missions de contrôle ont analysé les dispositifs de contrôle permanent des SGP relatifs à la meilleure exécution et à la meilleure sélection et ont fait les constats suivants :

- toutes les SGP à l'exception de la SGP n°4 avaient mentionné dans leur plan de contrôle annuel un ou plusieurs points relatifs à la meilleure exécution ;
- la SGP n°1 est la seule à avoir mis en place, dans le cadre d'un suivi commun réalisé par les équipes de gestion et de contrôle, un seuil d'alerte pour l'analyse d'ordres exécutés de manière atypique. Cependant, la mission de contrôle a constaté que la mise en place de ce seuil n'avait pas fait l'objet d'une justification préalable et que ce seuil n'avait pas été mis à jour lorsque le nombre d'alertes est devenu trop important pour que chacune soit analysée individuellement ;
- la SGP n°5 qui a recours à une table de négociation externe située dans un pays tiers en dehors de l'Union Européenne n'avait pas mis en place de contrôles suffisants. En particulier, ses travaux de contrôle ne lui ont pas permis d'identifier les risques juridiques et réglementaires liés au recours à ce prestataire non régulé ;
- la SGP n°2 n'a pas réalisé les contrôles prévus dans son plan annuel à la fréquence prévue.

De manière générale, les missions de contrôle notent que les travaux de contrôle permanent sur la meilleure exécution portent essentiellement sur l'existence d'une politique, la formalisation d'un processus de notation, la bonne tenue d'une instance de gouvernance, le cas échéant, ou encore la publication des informations requises par la réglementation. Ainsi, les contrôles permanents ne visent pas à s'assurer d'un niveau de justification et de documentation adéquat des processus d'évaluation en place et, dans le cas du recours à un courtier, ne

comportent pas de vérification de la qualité d'exécution fournie par ces courtiers, ni de contrôles sur les vérifications opérées par les fonctions de gestion ou de négociation de la SGP sur ces courtiers.

3.6.2. Contrôle périodique

Parmi les SGP contrôlées, seule la SGP n°2 a réalisé un contrôle périodique sur le thème de la meilleure exécution et de la meilleure sélection.

Rappels réglementaires :

Article 27.5 du RD AIFM

5. Les gestionnaires réexaminent annuellement leur politique en matière d'exécution. Ils réexaminent également cette politique chaque fois qu'intervient un changement significatif qui a une incidence sur leur capacité à continuer d'obtenir le meilleur résultat possible pour les FIA gérés.

Article 28.3 du RD AIFM

3. Les gestionnaires contrôlent régulièrement l'efficacité de la politique arrêtée en application du paragraphe 2 et, en particulier, la qualité d'exécution des entités mentionnées dans le cadre de cette politique; le cas échéant, ils corrigent les défaillances constatées.

En outre, les gestionnaires réexaminent annuellement cette politique. Ils la réexaminent également chaque fois qu'intervient un changement significatif qui a une incidence sur leur capacité à continuer d'obtenir le meilleur résultat possible pour les FIA gérés.

Article 61.2 a) du RD AIFM

Le gestionnaire établit et maintient opérationnelle une fonction permanente et efficace de vérification de la conformité, qui fonctionne de manière indépendante et assume les responsabilités suivantes :

a) contrôler et, à intervalles réguliers, évaluer l'adéquation et l'efficacité des mesures, politiques et procédures mises en place en application du paragraphe 1, ainsi que des actions entreprises pour remédier à d'éventuels manquements du gestionnaire à ses obligations ;

Article 62 du RD AIFM

1. Le gestionnaire, lorsque cela est approprié et proportionné eu égard à la nature, à la taille et à la complexité de son activité, ainsi qu'à la nature et à l'éventail des opérations de gestion de portefeuilles collectifs exercées dans le cadre de cette activité, établit et maintient opérationnelle une fonction d'audit interne, distincte et indépendante de ses autres fonctions et opérations.

2. La fonction d'audit interne visée au paragraphe 1 :

a) établit, met en œuvre et maintient opérationnel un programme d'audit visant à examiner et à évaluer l'adéquation et l'efficacité des systèmes, mécanismes de contrôle interne et autres dispositifs mis en place par le gestionnaire ;

b) formule des recommandations fondées sur les résultats des travaux réalisés conformément au point a) ;

c) vérifie le respect des recommandations visées au point b) ;

d) fait rapport sur les questions d'audit interne.

Article 321-31 du règlement général de l'AMF

I. - La société de gestion de portefeuille établit et maintient opérationnelle une fonction de conformité efficace exercée de manière indépendante. Cette mission consiste à :

1. Contrôler et, de manière régulière, évaluer l'adéquation et l'efficacité des politiques, procédures et mesures mises en place en application de l'article 321-30, et des actions entreprises visant à remédier à tout manquement de la société de gestion de portefeuille et des personnes concernées à leurs obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ;

2. Conseiller et assister les personnes concernées chargées des services et activités de la société de gestion afin qu'elles se conforment aux obligations professionnelles de la société de gestion de portefeuille mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier. [...]

Article 321-112 du règlement général de l'AMF

La société de gestion de portefeuille surveille l'efficacité de ses dispositifs en matière d'exécution des ordres et de sa politique en la matière afin d'en déceler les lacunes et d'y remédier le cas échéant.

En particulier, elle vérifie régulièrement si les systèmes d'exécution prévus dans sa politique d'exécution des ordres permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour l'OPCVM ou si elle doit procéder à des modifications de ses dispositifs en matière d'exécution. [...]

Article 321-113 du règlement général de l'AMF:

La société de gestion de portefeuille réexamine annuellement la politique d'exécution ainsi que ses dispositifs en matière d'exécution des ordres.

Ce réexamen s'impose également chaque fois qu'une modification substantielle se produit et affecte la capacité de la société de gestion de portefeuille à continuer d'obtenir avec régularité le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres passés pour le compte des OPCVM en utilisant les lieux d'exécution prévus dans sa politique d'exécution.

Article 321-114 du règlement général de l'AMF

V. - La société de gestion de portefeuille contrôle régulièrement l'efficacité de la politique établie en application du IV et, en particulier, la qualité d'exécution des entités sélectionnées dans le cadre de cette politique.

Le cas échéant, elle corrige toutes les défaillances constatées. [...]

Bonnes pratiques :

- Dans le cas d'un recours à un prestataire de négociation externe, le contrôle permanent réalise un contrôle/audit au moins annuel des dispositifs et moyens mis en œuvre par celui-ci et en formalise les constats.
- Dans le cas d'un recours à un prestataire de négociation externe, formaliser et documenter la mise en œuvre de contrôles spécifiques de la qualité d'exécution des ordres obtenue par les courtiers sélectionnés par ces prestataires.
- S'assurer que la liste des personnes habilitées à transmettre des ordres soit actualisé et revue régulièrement.
- S'assurer de la mise à jour et de la bonne prise en compte des taux de courtage prélevés par les courtiers mais également ceux liés à la recherche et à l'externalisation de la table de négociation
- S'assurer qu'est tenu à jour un état des différents taux de courtage pratiqués avec les courtiers en fonction de chaque instrument financier et/ou de la typologie d'ordres (ordre algorithmique, ordre traité par le courtier en direct, autres).

Mauvaises pratiques :

- Dans le cas du recours à un prestataire d'exécution des ordres non régulé dans l'Union Européenne, ne pas adapter les contrôles pour dûment tenir compte du risque réglementaire qui en résulte.
- Réaliser des contrôles de second niveau en matière de meilleure exécution uniquement au niveau du groupe d'appartenance de la SGP si bien qu'il n'est pas possible d'identifier des constats propres aux ordres passés par la SGP.
- Ne pas prévoir de mesures de remédiations à l'issue des alertes générées autres qu'un recalibrage nécessaire de ces dernières, sans autre justification.
- Ne pas décrire dans le corps procédural la méthodologie des contrôles de second niveau.
- S'appuyer uniquement sur les contrôles permanents réalisés par la table de négociation externalisée, s'agissant spécifiquement des mesures de la qualité de l'exécution des ordres.

- Ne pas s'assurer que les dossiers des courtiers utilisés, le cas échéant, comportent l'ensemble des pièces constitutives lors de l'entrée en relation.
- Ne pas s'assurer que les taux de courtage appliqués dans les faits soient cohérents avec ceux mentionnés dans les conventions conclues avec les courtiers.
- Ne pas réaliser ou s'assurer de la mise en place de contrôles par sondage *a posteriori* de la qualité de l'exécution des ordres.

3.7. AUTRES CONSIDERATIONS

- Procédure relative aux cadeaux et avantages

Comme cela est le cas avec tout prestataire et compte tenu des montants de frais conséquents qui peuvent être versés par les OPC ou les mandats aux courtiers utilisés, notamment lorsque la volumétrie des ordres est importante, les SGP, leurs gérants ou négociateurs peuvent se trouver en situation de conflits d'intérêts, notamment s'ils sont autorisés à recevoir des avantages de la part de ces courtiers.

Les SGP doivent donc se doter d'une procédure de gestion des conflits d'intérêts adaptée. À cet égard, il est attendu qu'elles se dotent d'une procédure destinée à encadrer la possibilité pour la SGP, ses dirigeants et son personnel de recevoir de tels avantages.

Les SGP n°2 et 4 ne disposent pas de procédures spécifiques mais leur code de déontologie mentionne les interdictions que doivent respecter les collaborateurs s'agissant des cadeaux et avantages provenant de courtiers ainsi que le niveau du seuil au-delà duquel une déclaration doit être effectuée.

Les SGP n°2 et 4 suivent au fil de l'eau les cadeaux et avantages reçus par les collaborateurs ainsi que leurs montants et reçoivent annuellement les déclarations sur l'honneur des collaborateurs. La SGP n°5 a par ailleurs fixé une limite annuelle du cumul des cadeaux reçus par courtier.

Rappels réglementaires :

Article 321-30 du règlement général de l'AMF

La société de gestion de portefeuille établit et maintient opérationnelles des politiques, procédures et mesures adéquates visant à détecter tout risque de non-conformité aux obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier ainsi que les risques en découlant et à minimiser ces risques.

Pour l'application de l'alinéa précédent, la société de gestion de portefeuille tient compte de la nature, de l'importance, de la complexité et de la diversité des activités qu'elle exerce.

Article 45 du RD AIFM

1. Le gestionnaire adopte des dispositions, des procédures et des techniques appropriées et efficaces en vue :

- a) de détecter, mesurer, gérer et suivre en permanence les risques auxquels les FIA qu'il gère sont exposés ou susceptibles d'être exposés ;*
- b) de veiller au respect des limites fixées conformément à l'article 44.*

Article 21-1 du RD MIF2

1. Les entreprises d'investissement respectent les exigences organisationnelles suivantes : a) elles établissent, mettent en œuvre et gardent opérationnelles des procédures de prise de décision et une

structure organisationnelle précisant sous une forme claire et documentée les lignes hiérarchiques et la répartition des fonctions et des responsabilités ; [...]

Bonnes pratiques :

- Prévoir un suivi des cadeaux et avantages reçus pour chaque courtier.
- Prévoir non seulement une valeur maximale pour les cadeaux et avantages que les collaborateurs de la SGP sont susceptibles de déclarer et accepter, mais également fixer un nombre maximum ou un montant de valeurs cumulées maximum de cadeaux/avantages qui peuvent être reçus par un même courtier ou un prestataire de négociation externe sur une période donnée.
- Demander aux collaborateurs d'effectuer au fil de l'eau leurs déclarations selon un seuil fixé préalablement par la SGP au-delà duquel la déclaration est obligatoire et comportant les éléments probants.
- S'assurer du correct suivi des déclarations de cadeaux et avantages reçus du collaborateur et s'assurer que la procédure idoine décrit bien le mode opératoire de déclaration ainsi que son suivi.

Mauvaise pratique :

- Ne pas faire d'état de suivi des montants déclarés par courtier et par collaborateur.