



GUIDE RELATIF A LA MEILLEURE EXECUTION

Textes de référence : Articles L. 533-18 à L. 533-18-2 du code monétaire et financier et articles 64 à 66 du règlement délégué (UE) n° 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016

Introduction

Le présent guide constitue une mise à jour de la position-recommandation n° 2014-07.

En effet, suite à la transposition des textes issus de MiF 2, un certain nombre de dispositions nouvelles relatives à la meilleure exécution ont été adoptées tandis que d'autres sont devenues obsolètes. Dans ce contexte il est apparu utile de faire un état des lieux des pratiques des prestataires de services d'investissement (PSI) afin d'identifier des zones de faiblesse ou de risque, et de clarifier les modalités d'application pratique des dispositions législatives et réglementaires en matière de meilleure exécution.

Le présent guide s'appuie également sur un document de questions/réponses (ci-après « FAQ CESR ») **publié par le CESR en mai 2007¹** qui avait fait l'objet de la **publication d'un communiqué de presse** le 30 octobre 2007, dans lequel l'AMF invitait les professionnels à se référer à ces recommandations. Lorsque cela est approprié, les recommandations formulées dans le **FAQ CESR restent applicables**. Aussi, certaines des recommandations formulées dans ce document s'appuient sur des développements du FAQ CESR.

Ce guide s'appuie également sur le document « *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics* » de l'ESMA (ci-après désigné par les termes « Q&A de l'ESMA ») qui comporte des clarifications sur les obligations de meilleure exécution dans sa section 1.

Enfin, il est à noter que le document intitulé « *Questions and answers relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID* » apporte un ensemble de clarifications notamment sur l'application des obligations de meilleure exécution aux transactions de la clientèle non professionnelle sur les CFD, options binaires et opérations de *rolling spot forex*, auxquelles il est fait référence dans ce guide.

Le présent guide vise trois objectifs :

- assurer la protection que sont en droit d'attendre les investisseurs ;
- proposer des principes simples pour les PSI qui leur permettent de mettre en œuvre les dispositifs les plus adaptés à leur stratégie, à leurs activités et à leurs clients ;
- fournir des orientations claires sur les conditions dans lesquelles l'AMF entend voir appliquer la règle de meilleure exécution.

Les éléments prévus dans ce guide n'étant que des clarifications de textes déjà entrés en vigueur, ils sont applicables immédiatement.

¹ Best Execution under MiFID, Reference 07-320. Les passages cités dans ce guide proviennent de la traduction de ce document par l'AMF.

1. CHAMP D'APPLICATION

1.1. S'agissant du type de clientèle

L'article L. 533-20 du code monétaire et financier transposant l'article 30 de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (ci-après « **Directive MIF 2** ») précise que les transactions conclues avec des contreparties éligibles, ou suscitées entre contreparties éligibles, ne sont pas soumises à certaines des règles de bonne conduite parmi lesquelles l'obligation de meilleure exécution.

Ce guide ne vise donc pas les relations avec les contreparties éligibles.

1.2. S'agissant du type d'instruments financiers et de transactions

Le considérant 104 du Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016² (ci-après « **RD MIF 2** ») prévoit que l'obligation de meilleure exécution s'applique à tous les types d'instruments financiers mais qu'elle doit toutefois être modulée « compte tenu des différences dans l'organisation des marchés et dans la structure des instruments financiers ». Il convient donc d'appliquer l'obligation de meilleure exécution en tenant compte des spécificités des différents types d'instruments financiers.

De plus, le considérant 99 du RD MIF 2³ développe la façon dont l'obligation de meilleure exécution a vocation à s'appliquer aux opérations de financement sur titres. L'article 64(1)(b) du RD MIF 2 précise à ce titre que les PSI doivent tenir compte des critères pour déterminer l'importance relative des facteurs de la meilleure exécution, notamment « les caractéristiques de l'ordre du client, y compris le fait que l'ordre implique une opération de financement sur titres ».

Sauf mention contraire précisant la classe d'actifs visée, les recommandations/positions et rappels de texte formulés dans le présent guide sont applicables à l'ensemble des instruments financiers.

A l'exception des paragraphes 2.1.1. et 2.1.4.2., le guide ne traite pas spécifiquement des opérations de financement sur titres.

1.3. S'agissant des acteurs concernés

² Considérant 104 du RD MIF 2 : « L'obligation d'assurer le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de clients s'applique à l'égard de tous les types d'instruments financiers. Toutefois, compte tenu des différences dans l'organisation des marchés et dans la structure des instruments financiers, il peut être difficile d'identifier et d'appliquer des normes et des procédures de meilleure exécution uniformément valables et efficaces pour toutes les catégories d'instruments. Il convient en conséquence d'appliquer les obligations de meilleure exécution d'une manière qui prenne en compte la diversité des contextes associés à l'exécution d'ordres relatifs à des types particuliers d'instruments financiers. Ainsi, il se peut que les transactions mettant en jeu un instrument financier OTC sur mesure, impliquant une relation contractuelle unique définie sur la base des circonstances propres au client et à l'entreprise d'investissement, ne soient pas comparables, aux fins de la meilleure exécution, à des transactions portant sur des actions négociées sur des lieux d'exécution centralisés. »

³ Extraits du considérant 99 du RD MIF 2 : « Afin de se conformer à l'obligation légale de meilleure exécution, les entreprises d'investissement, lorsqu'elles appliquent les critères de meilleure exécution à leurs clients professionnels, ne recourent généralement pas aux mêmes plates-formes d'exécution pour les opérations de financement sur titres que pour les autres transactions. Cela est dû au fait que les opérations de financement sur titres sont une source de financement où l'emprunteur s'engage à restituer des titres équivalents à une date future, les conditions de l'opération étant généralement définies bilatéralement entre les contreparties avant l'exécution. Par conséquent, le choix des plates-formes d'exécution, pour les opérations de financement sur titres, est plus limité que pour les autres transactions, étant donné qu'il dépend des conditions spécifiques convenues à l'avance entre les contreparties et du fait que les instruments financiers concernés sont spécifiquement demandés ou non sur ces plates-formes d'exécution. En conséquence, la politique d'exécution des ordres mise en place par les entreprises d'investissement doit tenir compte des caractéristiques particulières des opérations de financement sur titres et indiquer séparément les plates-formes d'exécution utilisées pour ces opérations. »

Dans le présent guide, le terme « **prestataire** » désigne non seulement les entreprises d'investissement, les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement, mais aussi les sociétés de gestion de portefeuille lorsqu'elles fournissent un service d'investissement ainsi que les entreprises de marché lorsqu'elles exploitent un système organisé de négociation⁴. Sauf précision contraire, c'est à cette population que s'applique le présent guide⁵.

1.4. S'agissant du type de service d'investissement fourni

Le principe de meilleure exécution est modulé en fonction du service fourni par le prestataire⁶ :

- il s'applique pleinement aux prestataires qui exécutent des ordres ou, dans le cadre de la fourniture du service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, aux prestataires qui exécutent des décisions d'investissement ;

A ce titre, l'AMF rappelle, conformément au considérant 103 du RD MIF 2, que « les transactions pour compte propre effectuées avec des clients par une entreprise d'investissement doivent être assimilées à l'exécution d'ordres de clients et donc être soumises aux exigences prévues par la directive 2014/65/UE et le présent règlement, en particulier à celles de ces obligations portant sur la meilleure exécution ». Ce considérant doit de plus être lu à la lumière de la réponse de la Commission européenne⁷ au CESR qui prévoit que :

« L'application ou non de la meilleure exécution dépendra de la possibilité de considérer l'exécution de l'ordre du client comme étant véritablement effectuée pour le compte du client. C'est une question propre à chaque cas qui est liée en fin de compte du fait que le client s'en remet ou non légitimement à l'entreprise d'investissement pour protéger ses intérêts par rapport à la valorisation et aux autres éléments de la transaction – comme la rapidité ou la probabilité d'exécution et de règlement – pouvant être affectés par les choix effectués par l'entreprise lors de l'exécution de l'ordre. [...] »

(1) si l'entreprise d'investissement prend l'initiative de la transaction avec le client ou bien si le client est l'instigateur de la transaction en approchant l'entreprise d'investissement. Dans le cas où l'entreprise d'investissement approche le client de détail et lui propose de s'engager dans une transaction spécifique, il est plus probable que le client s'en remettra à l'entreprise d'investissement pour protéger ses intérêts en ce qui concerne la valorisation et les autres éléments de la transaction.

(2) la pratique du marché aidera à préciser s'il est légitime pour les clients de s'en remettre à l'entreprise d'investissement. Par exemple, dans les marchés de gros des dérivés OTC et des obligations, par convention, les acheteurs « comparent les prix » en demandant des cotations à plusieurs « dealers » et dans ces circonstances, aucune des parties ne s'attend à ce que le « dealer » choisi ait une quelconque obligation de meilleure exécution envers le client.

⁴ Voir article L. 425-3 du code monétaire et financier.

⁵ A noter que la gestion collective est soumise à des règles distinctes (article L. 533-22-2-2 du code monétaire et financier). Voir aussi le guide sur MIF 2 pour les sociétés de gestion de portefeuille (fiche n° 10) publié le 16 mars 2016.

⁶ Ceci n'empêche pas les prestataires soumis à la fois aux dispositions de la meilleure exécution pour une partie de leurs transactions et à la meilleure sélection pour une autre partie, à rendre compte des modalités de traitement de ces transactions dans un seul et même rapport émis au titre du RTS 28, pour autant que ce rapport comporte deux sections distinctes correspondant à chacun de ces modes d'intervention.

⁷ Réponse 1 (paragraphe 8) de la Commission à la question 1 « Négociation pour compte propre sur la base de prix proposés » incluse dans le FAQ CESR. Réponse de la Commission (document de travail CEVM – ESC-07-2007) disponible en annexe du « FAQ CESR » précité (CESR/07-320) via le site de l'ESMA et/ou le lien internet suivant : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf (en anglais). Les services de l'AMF ont proposé en mai 2007 la traduction du document (en français) disponible sur son site à partir du lien internet suivant : <https://www.amf-france.org/Reglementation/Textes-europeens/Epargne-et-prestataires/OPCVM/Meilleure-execution-dans-le-contexte-de-la-directive-MIF---Questions---Reponses-du-CESR>

(3) les niveaux relatifs de transparence au sein d'un marché sont également pertinents. En ce qui concerne les marchés où les clients ne bénéficient pas d'un accès immédiat aux prix contrairement aux entreprises d'investissement, il est d'autant plus facile de conclure que les clients s'en remettront à l'entreprise d'investissement en ce qui concerne la valorisation de la transaction.

(4) les informations fournies par l'entreprise d'investissement sur ses services et les conditions de tout contrat entre le client et l'entreprise d'investissement seront également pertinentes mais non déterminantes. L'utilisation de conditions générales standard pour caractériser les relations commerciales autrement que selon la réalité économique doit être évitée. »

Il convient également de noter que la définition du service d'exécution d'ordres pour compte de tiers a été élargie sous MIF 2 et inclut désormais la conclusion d'accords d'achat ou de vente d'instruments financiers émis par une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit au moment de leur émission⁸.

En conséquence, le régime de la meilleure exécution s'applique de manière adaptée à ce type d'opérations⁹.

- il s'applique en outre, de manière adaptée, aux prestataires fournissant le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers¹⁰ qui transmettent, pour exécution auprès d'autres entités, des ordres résultant de leurs décisions d'investissement et aux prestataires fournissant un service de réception-transmission d'ordres lorsqu'ils transmettent pour exécution des ordres qu'ils ont reçus et qu'ils n'exécutent pas eux-mêmes. Il convient de rappeler que les dispositions relatives à la politique de sélection ne s'appliquent pas aux prestataires fournissant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers qui exécutent eux-mêmes les décisions d'investissement qu'ils prennent pour le compte des clients dont ils gèrent les portefeuilles (article 65(8) du RD MIF 2) : dans ce cas, ils sont tenus de respecter les dispositions relatives à la meilleure exécution. Pour éviter une duplication des efforts en matière de meilleure exécution¹¹, les prestataires qui transmettent ou placent des ordres auprès d'autres entités pour exécution doivent établir et mettre en œuvre une « politique de sélection »¹². Les obligations correspondantes sont désignées par les termes d'obligations de « meilleure sélection » dans la suite de ce guide ;

- il s'applique aussi, au service d'exploitation d'un système organisé de négociation géré par une entreprise de marché ou un PSI agréé pour l'exploitation d'un système organisé de négociation (ci-après le « **SON** »)¹³.

1.5. S'agissant du type d'instructions reçues

En vertu des articles L. 533-18, I du code monétaire et financier et 65(4) deuxième alinéa du RD MIF 2, lorsqu'un client transmet une instruction spécifique à son intermédiaire, celui-ci exécute ou transmet cet ordre en suivant cette instruction. Toutefois, lorsqu'un client a donné une instruction spécifique qui ne couvre qu'une partie ou un aspect de l'ordre, le prestataire est redevable de son obligation de meilleure exécution (ou de meilleure sélection) pour toute autre partie ou tout autre aspect de l'ordre non couvert par ces instructions¹⁴.

L'instruction spécifique peut porter sur un lieu d'exécution, ou sur toute autre caractéristique de l'ordre.

⁸ Article D. 321-1, 2 du code monétaire et financier.

⁹ Le régime des instructions spécifiques trouve également à s'appliquer sur le marché primaire.

¹⁰ Ce guide ne s'applique pas aux activités de gestion collective, ces dernières étant soumises aux dispositions des directives OPCVM ou AIFM.

¹¹ Considérant 106 du RD MIF 2 : « Le présent règlement n'a pas pour objet d'exiger une duplication des efforts en matière de meilleure exécution dans les cas où une entreprise d'investissement qui fournit le service de réception et de transmission d'ordres ou de gestion de portefeuille transmet ses ordres pour exécution à une autre entreprise d'investissement. »

¹² L'ancien article 314-75 du RGAMF qui transposait l'article 45(5) de la Directive déléguée du 10 août 2006 utilise la notion de « sélection » (« cette politique sélectionne »), alors que désormais, l'article 65(6) du RD MIF 2 utilise le terme d'« identification » (« cette politique identifie »). Par souci pédagogique, la notion de politique de sélection est néanmoins conservée dans ce document.

¹³ Article L. 425-3 du code monétaire et financier.

¹⁴ Considérant 102 du RD MIF 2.

Plan du guide. - Le présent guide couvre à la section 2 les dispositions applicables en matière de meilleure exécution et à la section 3 les dispositions applicables en matière de meilleure sélection.

Les sections 4 et 5 traitent respectivement du lien entre la recherche et la sélection ainsi qu'aux paiements pour flux d'ordres.

2. DISPOSITIONS RELATIVES A LA MEILLEURE EXECUTION

L'obligation de meilleure exécution est définie à l'article L. 533-18, I du code monétaire et financier comme étant l'obligation pour les prestataires de « prendre toutes les mesures suffisantes pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients... ».

Il est à noter que la Directive MIF 2 est plus sévère que sous l'empire de MIF 1 dans la mesure où il est dorénavant requis du prestataire qu'il prenne toutes les mesures suffisantes (et non plus des mesures raisonnables)¹⁵.

Cette lecture est d'ailleurs confirmée par la question 1.1 du Q&A de l'ESMA qui indique que « *the requirement for « sufficient » steps sets a higher bar for compliance than « reasonable » steps.*¹⁶ » Cela signifie qu'il est attendu des prestataires qu'ils vérifient de manière continue que leurs dispositions mises en œuvre en matière de meilleure exécution fonctionnent bien à travers les différentes étapes de l'exécution des ordres, et qu'ils soient en mesure de remédier à toute insuffisance détectée.

Conformément à l'article précité, le meilleur résultat possible s'apprécie au regard de sept facteurs : « le prix, le coût, la rapidité, la probabilité d'exécution et de règlement, la taille, la nature de l'ordre, et enfin toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre ».

En vertu de l'article 64(1) du RD MIF 2, l'importance relative de ces facteurs doit être déterminée par le prestataire en fonction d'une série de critères tenant aux « caractéristiques du client, y compris sa catégorisation en qualité de client de détail ou professionnel », aux « caractéristiques de l'ordre concerné du client », aux « caractéristiques des instruments financiers qui font l'objet de cet ordre », ainsi « qu'aux caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels cet ordre peut être acheminé ».

2.1. L'élaboration de la politique d'exécution

Conformément au II de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, le respect de l'obligation de meilleure exécution passe par la mise en œuvre de dispositifs et d'une politique d'exécution des ordres permettant au prestataire d'obtenir, pour les ordres de ses clients, le meilleur résultat possible.

La réponse à la question 5 du FAQ CESR de mai 2007 précise que « les dispositifs d'exécution sont les moyens que l'entreprise d'investissement utilise pour obtenir le meilleur résultat possible quand elle exécute les ordres ou des décisions d'investissement, alors que la politique d'exécution peut se comprendre comme un document décrivant les éléments les plus importants et/ou pertinents de ces dispositifs. »

2.1.1. Dans quelle mesure la politique d'exécution doit-elle être différenciée ?

L'article 64(1) du RD MIF 2 prévoit que, pour déterminer sa politique d'exécution et notamment l'importance relative des facteurs permettant d'apprécier la meilleure exécution, le prestataire tienne compte, notamment, des caractéristiques de ses clients, des ordres de ces clients, et des instruments financiers traités, ainsi que des caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels ces ordres peuvent être acheminés.

De plus, pour rappel, les articles 64(1) et 66(3)(b) du RD MIF 2 prévoient que la politique d'exécution mise en œuvre par le prestataire tienne compte des caractéristiques particulières des opérations de financement sur titres et indique séparément les lieux d'exécution utilisés pour ces opérations.

¹⁵ Il s'agit d'une obligation de moyens.

¹⁶ ESMA, Questions and answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics, Best execution, Q&A n°1.

Enfin, en vertu de l'article 64(1) précité, le prestataire doit prendre en compte la catégorisation de ses clients, professionnels et non-professionnels, dans l'élaboration de sa politique d'exécution.

Recommandation

L'AMF recommande au prestataire, conformément aux dispositions de l'article 64 du RD MIF 2, d'établir une classification plus fine de sa clientèle au sein d'une même catégorie de clients s'il estime opportun d'adapter plus finement sa politique d'exécution au niveau de connaissance et d'expérience des clients.

2.1.2. Les facteurs de la politique d'exécution

Conformément au I de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, les facteurs à prendre en compte par le prestataire afin d'obtenir le meilleur résultat possible pour son client sont les suivants : le prix, le coût, la rapidité, la probabilité d'exécution et de règlement, la taille, la nature de l'ordre, et toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre. Ce même article précise par ailleurs que « lorsque les prestataires de services d'investissement [...] exécutent des ordres pour le compte de clients non professionnels, le meilleur résultat possible est déterminé sur la base du coût total. »

Pour rappel, le coût total est défini à l'article L. 533-18, I du code monétaire et financier qui précise que « le coût total est le prix de l'instrument financier augmenté des coûts liés à l'exécution, qui incluent toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre. »

En complément des sept facteurs listés ci-dessus, le prestataire peut tenir compte des « autres considérations relatives à l'exécution des ordres » mentionnées au I de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, c'est-à-dire des éléments qualitatifs.

L'article 66(3)(c) du RD MIF 2 précise à cet égard que les systèmes de compensation, coupe-circuits, actions programmées ou toute autre considération pertinente sont autant de facteurs qualitatifs pouvant être utilisés pour sélectionner un lieu d'exécution.

Recommandation

En complément des facteurs mentionnés ci-dessus, l'AMF suggère une liste non exhaustive de facteurs qualitatifs qui peuvent être pris en compte dans la politique d'exécution, en fonction de la catégorie de clientèle concernée (professionnelle ou non professionnelle), comme : la transparence du processus de formation des prix (pré-négociation), la simplicité des mécanismes d'exécution, la diversité des services offerts (horaires de cotation élargis, types d'ordres proposés) ainsi que la possibilité de fournir aux clients une information complète et intelligible sur les mécanismes d'exécution. Si le prestataire a des inquiétudes sur la fiabilité et la robustesse d'un lieu d'exécution et/ou sur la pérennité de son activité, alors il peut légitimement penser que cela peut avoir un impact sur sa capacité à fournir la meilleure exécution à son client et ainsi l'amener à exclure cette plateforme de sa politique d'exécution.

Parmi les facteurs qui peuvent être également pertinents pour les clients professionnels figure celui de l'*implementation shortfall* (impact de marché), qui est un indicateur destiné à mesurer l'impact sur le marché d'un ordre. Ce facteur peut être un élément plus important pour certains professionnels que celui de la rapidité d'exécution.

L'introduction de critères qualitatifs dans la politique d'exécution à destination d'une clientèle non professionnelle devra cependant tenir compte du fait que pour cette catégorie de client, le critère de coût total prime. Pour autant, le considérant 101 du RD MIF 2 donne la possibilité de donner la priorité à d'autres critères dès lors qu'ils « influent de manière déterminante sur l'obtention du meilleur résultat possible, exprimé en termes de prix total, pour le client non professionnel ».

2.1.3. La détermination des lieux d'exécution à inclure dans la politique d'exécution

Aux termes de l'article 64(1) du RD MIF 2, un lieu d'exécution est un marché réglementé, un système multilatéral de négociation, un système organisé de négociation, un internalisateur systématique, un teneur de marché ou un autre fournisseur de liquidité¹⁷, ou une entité qui exerce des fonctions analogues dans un pays tiers.

L'article 66(3)(b) du RD MIF 2 souligne que les prestataires doivent inclure dans leur politique d'exécution des lieux d'exécution « auxquels l'entreprise fait le plus confiance pour honorer son obligation de prendre toutes les mesures [suffisantes] raisonnables en vue d'obtenir dans la plupart des cas le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients ».

Le prestataire doit notamment, en application de l'article précité, dans le cadre de l'établissement de la liste des lieux d'exécution où les ordres de clients sont acheminés, distinguer les lieux d'exécution pour les clients professionnels et les clients non professionnels. Il doit également, en vertu du même article, distinguer ces lieux d'exécution par catégorie d'instruments financiers.

En outre, l'article 64(3) du RD MIF 2 dispose que les prestataires doivent s'abstenir « de structurer ou de facturer leurs commissions d'une manière qui introduirait une discrimination inéquitable entre les [lieux] d'exécution.¹⁸»

Recommandation

L'AMF recommande au prestataire, conformément à la réponse 12.2 apportée par le CESR dans son FAQ, lorsqu'il détermine les lieux à inclure dans sa politique d'exécution, de se concentrer sur la capacité de ceux-ci à lui permettre d'obtenir dans la plupart des cas le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients et ne doit pas prendre en compte les frais et commissions qu'il facturera au client.

Cependant, la réponse 8.2 du FAQ CESR de mai 2007 introduit l'idée, toujours valable, que le prestataire devrait également évaluer les coûts d'intégration d'un lieu d'exécution dans sa politique, dans la mesure où ces coûts sont répercutés sur les clients, et les comparer au gain obtenu par cet ajout en matière de qualité d'exécution. Dans les coûts d'intégration, il conviendrait de comprendre entre autres le coût, voire le risque opérationnel associé à l'adaptation des systèmes front-office (connexion aux systèmes de négociation du nouveau lieu d'exécution) et back-office (chaines de règlement/livraison).

Par conséquent, si les prestataires devraient examiner, sans tenir compte des frais et commissions qu'ils sont susceptibles de facturer à leurs clients, l'ensemble des lieux d'exécution sur lesquels ils sont susceptibles d'exécuter les ordres de ceux-ci, ils ne sont pas tenus d'intégrer dans leur politique ceux des lieux d'exécution pour lesquels le gain obtenu pourrait être contrebalancé par les coûts (pour peu qu'ils soient répercutés aux clients) induits par l'intégration de ces nouveaux lieux d'exécution dans la politique.

Conformément au considérant 108 du RD MIF 2, la politique d'exécution peut n'inclure qu'un seul lieu d'exécution pour autant que le prestataire soit « en mesure de démontrer que cela lui permet d'obtenir la meilleure exécution pour ses clients dans la plupart des cas » et lorsqu'il peut « raisonnablement s'attendre à ce que le [lieu d'exécution] sélectionné lui permettra d'obtenir des résultats pour ses clients qui sont au moins aussi bons que les résultats auxquels il pourrait raisonnablement s'attendre s'il utilisait un autre [lieu d'exécution]. Cette attente raisonnable doit être étayée par des données pertinentes publiées conformément à l'article 27 de la directive MIF 2 ou par d'autres analyses internes ».

¹⁷ Voir question-réponse n° 18 de la section 1 du Q&A de l'ESMA.

¹⁸ Alors qu'au niveau 1, la notion de « plate-forme d'exécution » a été remplacée par celle de « lieu d'exécution », les textes de niveau 2 mentionnent toujours la notion de « plate-forme d'exécution ». Il convient donc d'utiliser dans la suite de ce guide la notion de « lieu d'exécution ».

Par ailleurs, l'ESMA a confirmé cette possibilité dans la question-réponse n°3 en matière de meilleure exécution du Q&A ESMA.

2.1.4. Que doit contenir une politique d'exécution ?

Pour rappel, le contenu d'une politique d'exécution est décrit aux articles L. 533-18, III du code monétaire et financier, 66(2) et 66(3) du RD MIF 2.

Aux termes du III de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, la politique d'exécution inclut, en ce qui concerne chaque catégorie d'instruments financiers, des informations sur les différents lieux d'exécution sur lesquels le prestataire exécute les ordres de ses clients et les facteurs influençant le choix du lieu d'exécution. Elle inclut au moins les lieux d'exécution qui permettent au prestataire d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres des clients.

Il est à noter que l'article 66(3) du RD MIF 2 a étendu la liste des éléments devant figurer dans la politique d'exécution. Ainsi, la politique d'exécution inclut dorénavant, outre les éléments déjà prévus sous MIF 1¹⁹, les éléments suivants :

- une 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 déterminée²⁰ ;

- 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 client²¹ ;

- le cas échéant, l'indication du fait que le prestataire 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 plate-forme de négociation, et, sur demande du client, un complément d'informations sur les conséquences de ce mode d'exécution²² ; et

- un résumé du processus de sélection des lieux 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 clients²³.

2.1.4.1. Considérations générales

Quels que soient les instruments financiers traités – y compris ceux traités essentiellement de gré à gré – et la catégorie du client, l'AMF rappelle que les éléments cités ci-dessus sont à prendre en compte dans la politique d'exécution.

Pour le reste, le prestataire est libre quant au contenu de sa politique d'exécution. De même qu'à la réponse 4.3 du FAQ CESR, l'AMF note que le prestataire peut cependant, dans certains cas, utiliser des lieux non inclus dans sa politique, par exemple de façon temporaire à sa propre initiative dans le respect de son obligation de meilleure exécution ou pour satisfaire une instruction spécifique d'un client qui souhaite négocier sur un instrument financier inhabituel.

¹⁹ Points a), b) et f) de l'article 66(3) du RD MIF 2.

²⁰ Point c) de l'article 66(3) du RD MIF 2.

²¹ Point d) de l'article 66(3) du RD MIF 2.

²² Point e) de l'article 66(3) du RD MIF 2.

²³ Point g) de l'article 66(3) du RD MIF 2.

2.1.4.2. Cas spécifiques

Le cas particulier de l'exécution en gré à gré. –

Recommandation

Selon l'AMF, lorsque la politique d'exécution prévoit la possibilité d'une exécution en gré à gré, celle-ci devrait préciser les modalités d'exécution afin que l'investisseur comprenne comment sont exécutés ses ordres (de gré à gré face au compte propre du prestataire lui-même ou d'une autre contrepartie). Dans ce dernier cas, la politique devrait par ailleurs détailler le processus de sélection des contreparties.

Le cas particulier des instruments traités sur un système organisé de négociation (OTF) géré par un PSI ou une entreprise de marché. –

L'ESMA, dans son Q&A n° 13 (section 1), :

- rappelle que le PSI ou l'entreprise de marché exploitant un OTF doit décrire la manière dont les ordres sont exécutés au niveau du PSI et au niveau de l'OTF en précisant notamment comment il ou elle exerce son pouvoir discrétionnaire à chaque étape.
- indique qu'en particulier, le PSI ou l'entreprise de marché doit établir sa politique d'exécution en précisant les différents lieux d'exécution, y compris son propre OTF, susceptibles d'être utilisés.
- précise par ailleurs que le PSI ou l'entreprise de marché doit disposer soit d'une politique séparée pour le traitement d'ordres, soit d'une section dédiée au sein de la politique d'exécution démontrant comment il obtient le meilleur résultat possible pour le client lorsqu'un ordre d'un client est transmis à l'OTF. A ce titre il ou elle prend également en compte les intérêts acheteurs et vendeurs et les différents systèmes de négociation disponibles au sein de l'OTF (négociation à la voix, RFQ ou carnet d'ordres).

Recommandation

L'AMF recommande au prestataire de respecter les éléments prévus dans ce Q&A de l'ESMA concernant les instruments financiers traités sur un OTF.

Le cas particulier des CFD et des warrants/ certificats. -

S'agissant des CFD et des warrants/certificats, et plus généralement des instruments financiers visant à donner accès à la performance d'un sous-jacent qui donne lieu par ailleurs à une cotation autonome et destinés à une clientèle non professionnelle, il est nécessaire que la formation des prix soit détaillée dans la politique d'exécution. Par ailleurs, en vertu de l'article 48(1) du RD MIF 2, le PSI doit fournir à son client « une description générale de la nature et des risques des instruments financiers » et notamment (article 48(2)(b) du RD MIF 2²⁴) des informations spécifiques, concernant la sensibilité du prix aux variations des différents paramètres de marché. Les informations propres à ces produits peuvent être fournies sur différents supports d'information aux clients (fiche produit, ...).

En application de l'article 48(2)(a) du RD MIF 2, le prestataire devra également fournir à ses clients notamment une explication de l'effet de levier et de ses conséquences.

En outre, en vertu de l'article 48(2) (d) et (e) du RD MIF 2, s'agissant spécifiquement des CFD, le prestataire devra décrire la nature des risques spécifiques liés au fonctionnement sur la base d'une marge de ces instruments et le cas échéant souligner l'existence d'un risque de perte supérieur au capital investi.

²⁴ Article 48(2)(b) du RD MIF 2 : 2° La volatilité du prix de ces instruments et le caractère éventuellement étroit du marché où ils peuvent être négociés ;

Position

S'agissant de ces instruments, la politique d'exécution doit préciser :

- les modalités d'exécution, en précisant comment et par qui sont exécutés les ordres ;
- les modalités de formation des prix, en spécifiant notamment le marché de référence.

Le cas particulier des opérations de financement sur titres. -

En vertu de l'article 66(3)(b) du RD MIF 2²⁵, s'agissant des opérations de financement sur titres, l'information sur la politique d'exécution mise en œuvre par le prestataire doit distinguer les lieux d'exécution utilisés pour ces opérations de ceux utilisés pour les autres transactions sur instruments financiers.

2.2. La mise en œuvre de la politique d'exécution

Conformément au II de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, les prestataires doivent « mettre en œuvre la politique d'exécution qu'ils ont établie leur permettant d'obtenir, pour les ordres de leurs clients, le meilleur résultat possible ». C'est cette mise en œuvre et donc le respect de cette politique qui leur permet notamment de satisfaire à leur obligation de prendre toutes les mesures suffisantes pour obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de leurs clients.

Aussi, le respect de la politique d'exécution établie et contrôlée conformément aux dispositions présentées dans le présent guide est constitutive du respect de l'obligation générale de meilleure exécution.

Toutefois, en vertu de l'article 64(2) du RD MIF 2, le prestataire satisfait à l'obligation précitée lorsqu'il exécute un ordre ou un aspect précis de l'ordre en suivant des instructions spécifiques données par le client concernant l'ordre ou l'aspect précis de l'ordre.

Le troisième alinéa du I du même article prévoit de plus qu'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 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.

S'agissant de l'application de la meilleure exécution aux transactions de gré à gré, l'article 64(4) du RD MIF 2 dispose que lorsqu'ils « exécutent des ordres ou prennent une décision de négocier concernant des produits de gré à gré, y compris des produits sur mesure, les prestataires vérifient l'équité du prix proposé au client, en recueillant des données de marché utilisées dans l'estimation du prix du produit et, si possible, en le comparant à des produits similaires ou comparables. »

La réponse à la question 2 de la section 1 du Q&A de l'ESMA précise que cette vérification doit être effectuée en rassemblant les données de marché utilisées pour estimer le prix de ces produits, et lorsque c'est possible, en les comparant avec des produits similaires ou comparables.

Ce Q&A ajoute que :

- les prestataires, en pratique, peuvent prendre en compte des données de marché externes et des prix de référence vérifiables, s'ils sont disponibles, lorsqu'ils déterminent ou vérifient le prix des produits de gré à gré ;

²⁵ Voir aussi considérant 99 du RD MIF 2.

- cependant, ces vérifications doivent être effectuées sur une base systématique et être prévues par les pratiques et politiques d'exécution des prestataires ;

- par conséquent, les prestataires doivent s'assurer qu'ils ont mis en place les procédures et dispositifs nécessaires ainsi que des systèmes d'évaluation du prix appropriés. Avec un meilleur accès à la technologie et aux analyses de données, les prestataires devront inclure les données de marché dans leur processus d'évaluation et remettre en question leurs modèles de valorisation en vue de s'assurer qu'ils vérifient les prix de manière efficace. Les mêmes exigences s'imposent lorsqu'ils placent des ordres qui résultent d'une décision de négociateur concernant des produits de gré à gré. Si cette vérification s'effectue ex-ante, l'ESMA exige, à des fins de supervision, que les prestataires conservent des enregistrements et/ou documents attestant de la bonne exécution de cette obligation et démontrant que les décisions sont prises dans le meilleur intérêt du client et ne sont pas biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts.

Recommandation

L'AMF recommande aux prestataires d'appliquer les développements prévus par ce Q&A de l'ESMA dans le cadre de la vérification de l'équité du prix pour les transactions effectuées de gré à gré.

2.3. La surveillance régulière et le réexamen de la politique d'exécution

2.3.1. La surveillance régulière de l'efficacité des dispositifs en matière d'exécution d'ordres

L'article L. 533-18-2 du code monétaire et financier prévoit que les prestataires « surveillent l'efficacité de leurs dispositifs en matière d'exécution des ordres et de leur politique d'exécution en la matière afin d'en déceler les lacunes et d'y remédier le cas échéant. En particulier, ils vérifient régulièrement si les lieux d'exécution prévus dans leur politique d'exécution des ordres permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client ou s'ils doivent procéder à des modifications de leurs dispositifs en matière d'exécution compte tenu notamment des informations disponibles en application des articles L. 420-17, L. 533-18-1, L. 533-19 et L. 533-33 » du code monétaire et financier.

Il convient par ailleurs de noter qu'en vertu du considérant 107 du RD MIF 2, les informations publiées par les lieux d'exécution au titre du règlement délégué (UE) 2017/575 de la Commission du 8 juin 2016 (RTS 27) doivent être utilisées, parmi d'autres, par les prestataires à des fins de surveillance régulière.

Recommandation

Comme le rappelle le FAQ CESR dans sa réponse 24, cette surveillance régulière vise à établir si le prestataire « respecte sa politique (d'exécution) et/ou ses dispositifs et si la transaction qui en résulte a permis d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client. »

En conséquence l'AMF recommande que la réponse 24 du FAQ CESR de mai 2007 soit appliquée, laquelle indique que :

- « le contrôle peut inclure la comparaison de transactions semblables :

i) Effectuées sur un même lieu d'exécution ou transmises à une même entité, afin de vérifier que l'opinion de l'entreprise d'investissement sur la façon dont les ordres sont exécutés est correcte, ou ;

(ii) Effectuées sur des lieux d'exécution différents ou transmises à différentes entités chargées de l'exécution, choisis parmi ceux figurant dans la politique d'exécution de l'entreprise d'investissement, afin de vérifier que le lieu ou l'entité de « meilleure » exécution a bien été choisi pour un type donné de transaction ;

- la méthodologie de surveillance régulière est à la discrétion du prestataire et que si un contrôle de toutes les transactions serait disproportionné, d'autres approches, comme des méthodologies appropriées d'échantillonnage²⁶, peuvent être suffisantes ;

- quand les contrôles révèlent que l'entreprise d'investissement n'a pas obtenu le meilleur résultat possible, elle doit vérifier si cela provient du non-respect de la politique d'exécution ou des dispositifs ou bien d'une déficience dans cette politique et/ou de ces dispositifs, et faire les modifications appropriées ».

L'analyse des réclamations de clients concernant l'exécution de leurs ordres peut également être un moyen de détecter des erreurs de processus et/ou de paramétrage.

Exemples :

Le prestataire offrant l'accès à de multiples lieux d'exécution devra s'assurer que le paramétrage d'outils de type Smart Order Router (SOR) respecte bien la politique d'exécution qu'il doit suivre²⁷.

Si un des facteurs importants de sa politique est un faible impact de marché, et pour autant que cela soit approprié eu égard à la nature de l'instrument concerné, le prestataire devra s'attacher à analyser les ordres exécutés avec un « *implementation shortfall* » élevé afin de vérifier si cela est dû à un dysfonctionnement de ses dispositifs d'exécution et devra prendre des mesures correctrices le cas échéant.

La surveillance régulière de « l'efficacité de ses dispositifs en matière d'exécution d'ordres et de sa politique en la matière afin d'en déceler les lacunes et d'y remédier le cas échéant » ne dispense pas le prestataire du réexamen de sa politique d'exécution, conformément aux dispositions prévues à l'article 66(1) du RD MIF 2.

2.3.2. Le réexamen de la politique d'exécution

2.3.2.1. L'obligation de réexamen

L'article 66(1) du RD MIF 2 dispose que les prestataires « réexaminent au moins annuellement la politique d'exécution [...] ainsi que leurs dispositifs en matière d'exécution des ordres. » Il ajoute que « ce réexamen s'impose également à chaque fois qu'une modification importante affecte la capacité du prestataire de services d'investissement à continuer d'obtenir dans la plupart des cas le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de ses clients en utilisant les lieux d'exécution prévus dans sa politique d'exécution ». Enfin, le prestataire « évalue si une modification importante a eu lieu et envisage de modifier l'importance relative des facteurs d'exécution au mieux dans la réalisation de l'objectif général d'exécution au mieux. »

Recommandation

L'AMF recommande que ce réexamen soit formalisé au travers d'un document de synthèse faisant état des éléments pris en compte dans la revue, des lieux d'exécution examinés, des modifications apportées à cette politique, des raisons de ces modifications (ou selon le cas de la reconduction de la politique actuelle) ainsi que des arguments ayant conduit à prendre une décision en matière de connexion (ou de non-connexion) à de nouveaux lieux d'exécution (marché réglementé, SMN, SON, IS, autres courtiers, ...).

Sur la base du 6° du II de l'article L. 533-10 du code monétaire et financier, l'AMF recommande aux prestataires de conserver les documents de synthèse formalisant le réexamen annuel de leur politique d'exécution a minima pendant cinq ans.

²⁶ Ces contrôles par sondage devraient être représentatifs et adaptés à l'activité/la clientèle/la taille/aux types d'ordres du prestataire.

²⁷ Pour autant que l'utilisation de cet outil est pertinente pour l'instrument financier en question.

2.3.2.1.1. Les faits générateurs du réexamen de la politique d'exécution. –

Pour rappel, l'article 66(1) du RD MIF 2 prévoit, outre sa révision annuelle, une révision de la politique d'exécution lorsqu' « une modification importante affecte la capacité du prestataire à continuer d'obtenir dans la plupart des cas le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de ses clients en utilisant les lieux prévus dans sa politique d'exécution ».

Cette formulation laisse au prestataire une grande marge d'appréciation.

En effet, en vertu du même article, le prestataire « évalue si une modification importante a eu lieu et envisage de modifier l'importance relative des facteurs d'exécution au mieux dans la réalisation de l'objectif général d'exécution au mieux. »

Position

L'AMF considère que la définition d'un « changement important » prévue à l'article 65(7), dernier alinéa, du RD MIF 2, applicable pour la politique de sélection, peut s'appliquer aussi pour les besoins du réexamen de la politique d'exécution en cas de « modification importante ».

Recommandation

Entre deux exercices de réexamen annuel, en fonction de la survenance d'évènements internes ou externes dont il devrait juger de l'importance, le prestataire devrait déterminer l'opportunité de déclencher un réexamen de cette politique. Parmi les évènements susceptibles d'affecter sa capacité à obtenir dans la plupart des cas le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients, l'AMF considère que le prestataire peut prendre en considération les éléments suivants :

- l'existence d'incidents de marché significatifs ;
- la modification importante dans le niveau des coûts induits par la connexion à une plateforme ;
- la modification du périmètre des instruments financiers traités sur une plateforme ;
- le développement de nouvelles modalités importantes d'exécution ou un changement de modèle de marché d'une plateforme existante ;
- la modification majeure des dispositifs existants, comme un changement significatif dans les moyens humains ou techniques sur lesquels l'entreprise s'appuie pour être en mesure de fournir la meilleure exécution ;
- l'existence de réclamations de clients mettant en évidence un dysfonctionnement majeur²⁸.

2.3.2.1.2. Les diligences à mener lors du réexamen de la politique d'exécution. –

- (i) Pour tous les instruments financiers :

Recommandation

L'AMF recommande, conformément à la réponse à la question 23 du FAQ CESR, que le réexamen de la politique d'exécution consiste en une évaluation globale permettant au prestataire de s'assurer que cette politique et/ou les dispositifs incluent toutes les mesures suffisantes que celui-ci pourrait prendre pour obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients. En effet, la politique d'exécution pourrait ne plus

²⁸ L'analyse d'une réclamation d'un client qui mettrait en évidence une non-conformité des dispositifs à la politique d'exécution ne générerait pas nécessairement un réexamen global de la politique d'exécution.

être en mesure de délivrer le meilleur résultat possible si les caractéristiques de la clientèle, du type d'ordres ou des lieux d'exécution venaient à évoluer significativement depuis le précédent réexamen.

Le prestataire devrait, lors du réexamen annuel de sa politique d'exécution, s'attacher à corriger les anomalies identifiées dans la politique en vigueur et qui ne l'auraient pas été dans le cadre de la surveillance régulière de l'efficacité des dispositifs mis en œuvre en matière d'exécution d'ordres.

Le prestataire devrait s'interroger dans un premier temps sur le fait de savoir si sa politique d'exécution actuelle délivre le meilleur résultat possible dans l'univers des lieux d'exécution sélectionnés. Pour répondre à cette question, le prestataire devrait effectuer des contrôles sur la qualité d'exécution obtenue compte tenu des facteurs retenus dans sa politique, ces contrôles devant être formalisés par l'établissement et adaptés à son activité/sa clientèle/sa taille/aux types d'ordres. Des contrôles par sondage avec une approche statistique permettant d'assurer le caractère représentatif de l'échantillon, pourraient ainsi être envisagés.

Le prestataire devrait évaluer ensuite s'il obtiendrait de façon constante de meilleurs résultats en termes d'exécution, dans les cas suivants :

- **s'il attribuait une importance relative différente aux facteurs de meilleure exécution ou s'il modifiait tout autre aspect de sa politique d'exécution et/ou de ses dispositifs ;**
- **s'il incluait des lieux ou entités d'exécution différents ou supplémentaires.**

Le prestataire devrait s'interroger sur le fait de savoir si l'intégration de nouveaux lieux d'exécution ou une affectation différente des lieux aux différentes catégories d'instruments financiers, de clients, d'ordres, peuvent améliorer la qualité d'exécution.

Cette recommandation n'a pas vocation à encourager les prestataires à s'orienter obligatoirement vers un service offrant de multiples choix d'exécution mais s'inscrit dans une volonté de voir les prestataires s'interroger sur leur capacité à offrir la meilleure exécution à leurs clients.

A titre d'illustration de l'évaluation d'autres lieux d'exécution :

Le prestataire pourra évaluer si l'apparition d'un nouveau lieu, ou l'augmentation de la liquidité disponible sur un lieu d'exécution qui ne figure pas dans sa politique d'exécution, peut justifier qu'il l'intègre dans sa politique afin d'améliorer sa qualité d'exécution. Des statistiques agrégées publiques peuvent être utilisées pour évaluer ces lieux d'exécution par les établissements ne disposant pas d'un accès aux données de marché correspondantes dans des conditions raisonnables. Dans l'examen de l'opportunité de se connecter à une nouvelle plateforme le prestataire pourra prendre en compte les critères qualitatifs décrits dans les recommandations des paragraphes 2.1.2 et 2.1.3.

A titre d'illustration de la modification de l'importance relative de certains facteurs de la politique d'exécution : Le prestataire offrant de multiples lieux d'exécution à une clientèle professionnelle qui considère qu'un impact de marché faible est un facteur plus important que la rapidité d'exécution pourra le comparer, pour un même type d'ordres sur différents lieux d'exécution, et ainsi adapter la taille des ordres envoyés à chaque plateforme.

Position

Le prestataire devra tenir compte, lors du réexamen annuel de la politique d'exécution, de l'existence éventuelle d'une demande commerciale en faveur d'évolutions de sa politique d'exécution. Toutefois, l'absence d'une telle demande n'est pas un élément suffisant à lui seul pour ne pas considérer l'éventualité d'une connexion à de nouveaux lieux d'exécution ou simplement pour faire évoluer la politique d'exécution. En revanche l'évaluation de la capacité de la clientèle à bien comprendre la complexité des systèmes peut légitimement être prise en compte lors de la décision de modifier les dispositifs d'exécution ou de retenir un nouveau lieu d'exécution dans la politique.

Recommandation

Pour les produits faisant l'objet de cotation par plusieurs contreparties sélectionnées dans la politique d'exécution, l'AMF considère qu'une analyse statistique globale sur un échantillon représentatif en termes de valeurs, taille, etc., pourrait être réalisée afin de vérifier la meilleure exécution des ordres reçus auprès de la contrepartie sélectionnée.

Par ailleurs, le prestataire pourrait étudier la possibilité de faire appel à d'autres contreparties et entités que celles sélectionnées dans sa politique.

Enfin, les prestataires pourront exploiter entre autres les informations publiées au titre du RTS 27 par les contreparties sélectionnées dans leur politique d'exécution ainsi que par d'autres lieux d'exécution en vue du réexamen de la politique d'exécution.

En complément des positions et recommandations formulées ci-dessus pour l'ensemble des instruments financiers, des précisions concernant les attentes de l'AMF sur certaines classes d'actifs spécifiques sont apportées ci-après.

- (ii) Pour les warrants/certificats :

Recommandation

Si ces produits sont multi-listés, une analyse statistique globale sur un échantillon représentatif en termes de valeurs, taille, etc., pourrait être réalisée afin de vérifier la meilleure exécution des ordres reçus (examen statistique comparatif portant sur les prix et frais supportés sur les autres marchés inclus dans la politique d'exécution).

Par ailleurs, le prestataire pourrait étudier la possibilité de se connecter à d'autres lieux d'exécution et de réaliser une étude ad-hoc justifiant son choix d'y recourir ou non.

- (iii) Pour les CFD :

Recommandation

Le prestataire devrait réexaminer la pertinence des facteurs qualitatifs (ex : amplitude des horaires de cotation) et quantitatifs (ex : rapidité du rafraîchissement des cotations et d'exécution des ordres, asymétrie des glissements de prix ou slippage) pris en compte dans sa politique.

Ce faisant, il ne devrait pas se limiter à ceux des facteurs qualitatifs qui sont inclus dans sa politique d'exécution.

Il appartient à l'établissement d'examiner s'il devrait apporter d'autres modifications à sa politique et dispositifs d'exécution.

2.4. Les obligations d'information du prestataire en matière de meilleure exécution

2.4.1. A l'égard du client

2.4.1.1. L'information des clients sur la politique d'exécution

Conformément aux articles L. 533-12 du code monétaire et financier et 44 du RD MIF 2, tout prestataire doit apporter une information claire, exacte et non trompeuse à ses clients.

En matière de meilleure exécution et conformément au deuxième alinéa du III de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, les prestataires fournissent des informations appropriées à leurs clients sur la politique

d'exécution des ordres, lesquelles doivent expliquer clairement, de façon suffisamment détaillée et facilement compréhensible par les clients, la manière dont les ordres seront exécutés par les prestataires pour leurs clients.

Le IV de l'article L. 533-18 dispose de plus que les prestataires doivent pouvoir « démontrer à leurs clients, à leur demande, qu'ils ont exécuté leurs ordres conformément à la politique d'exécution. »

En vertu de l'article 66(2) du RD MIF 2, l'information sur la politique d'exécution doit être « personnalisée en fonction de la catégorie d'instrument financier et du type de service fourni ».

En vertu de l'article 66(3) du RD MIF 2, les prestataires doivent communiquer à leurs clients, sur un support durable, les informations sur la politique d'exécution mentionnées au paragraphe 2.1.4.).

Le dernier alinéa de l'article 66(3) du RD MIF 2 précise à ce titre que l'information sur le contenu de la politique d'exécution est fournie sur un support durable, ou sur un site internet (qui ne constitue pas un support durable) pour autant que les conditions pour la fourniture d'information au moyen d'un site internet figurant à l'article 3(2) du RD MIF 2 soient réunies.

Les prestataires doivent également, conformément à l'article 66(4) à (9) du même règlement, fournir les informations suivantes aux clients :

a) lorsque les prestataires appliquent différents frais en fonction du lieu d'exécution, une explication des différences, en termes de frais en fonction du lieu d'exécution, suffisamment détaillées pour permettre aux clients de comprendre les avantages et les inconvénients associés au choix d'un lieu d'exécution ;

b) lorsque celui-ci invite ses clients à choisir un lieu d'exécution, des informations correctes, claires et non trompeuses pour empêcher les clients de choisir un lieu d'exécution plutôt qu'un autre en se basant uniquement sur la politique de prix du prestataire;

c) des informations sur les incitations (avantages et rémunérations) reçues éventuellement par les lieux d'exécution, ces informations devant préciser les frais facturés par le prestataire à toutes les contreparties impliqués dans la transaction, et lorsque les frais varient en fonction du client, les frais maximum ou l'éventail de frais applicables ;

d) lorsque le prestataire facture une transaction à plusieurs participants, une information sur la valeur de tout avantage monétaire ou non monétaire reçue par le prestataire;

e) à la demande par le client d'informations raisonnables et proportionnées sur les politiques ou les dispositions prises par le prestataire et sur leur processus de réexamen, une réponse claire dans un délai raisonnable ; et

f) lorsque celui-ci exécute des ordres pour des clients non professionnels, un résumé de la politique d'exécution en mettant l'accent sur le coût total, comprenant un lien vers les données les plus récentes sur la qualité d'exécution publiées conformément aux articles L. 420-17, L. 533-18-2, au I de l'article L. 533-19 et à l'article L. 533-33 du code monétaire et financier, pour chaque lieu d'exécution répertorié par le prestataire dans sa politique d'exécution.

Enfin, aux termes du dernier alinéa de l'article L. 533-18-2 du code monétaire et financier, les prestataires « notifient aux clients avec lesquels ils ont une relation suivie toute modification importante de leurs dispositifs en matière d'exécution des ordres ou de leur politique d'exécution en la matière. »

En matière de meilleure exécution face à une clientèle non-professionnelle, l'AMF insiste sur la nécessité de leur fournir des informations claires et complètes. En effet, c'est sur la base de ces informations que les clients prennent leurs décisions.

Recommandation

Les exemples cités ci-dessous sont un échantillon de pratiques que l'AMF a pu constater et qui contreviennent à l'obligation d'apporter une information claire, exacte et non trompeuse aux clients :

Exemple 1 : informations prêtant à confusion sur les écrans de passage d'ordre

Sur l'écran de passage d'ordre, le carnet d'ordre affiché fait référence à un marché différent du lieu probable d'exécution compte tenu de la politique d'exécution du prestataire, ce qui peut induire en erreur le client sur le lieu d'exécution.

Exemple 2 : le prestataire favorise une place d'exécution au seul motif que les frais d'exécution facturés sur cette plateforme sont inférieurs et en occultant d'autres éléments importants comme la liquidité disponible.

Il faut une présentation équilibrée entre les avantages et les inconvénients, conformément aux exigences décrites aux articles 44 du RD MIF 2 relatifs à l'information claire et non trompeuse. De plus, ce type de communication cité en exemple peut inciter l'investisseur à donner une instruction spécifique sur le lieu d'exécution, avec pour effet d'exempter le prestataire de son obligation de meilleure exécution envers son client dans le choix du lieu d'exécution.

Exemple 3 : les libellés utilisés pour les CFD sont parfois trompeurs

Certaines plateformes de trading en ligne de CFD proposent des produits dont les libellés peuvent être trompeurs puisqu'ils reprennent uniquement le nom du sous-jacent.

Toute communication entretenant la confusion entre CFD sur actions et actions doit être bannie. Le libellé du CFD doit être clair et ne pas prêter à confusion avec le sous-jacent du contrat.

Exemple 4 : la présentation des frais sur les CFD n'est pas suffisante

Lorsque les frais supportés par l'investisseur ne prennent pas la forme d'une commission mais sont constitués d'un spread, aucune information n'est donnée au client sur le niveau de ce spread. Or, en vertu des dispositions des textes MIF 2 relatives aux coûts et frais, des informations devraient être communiquées avant chaque transaction sur le spread de rémunération anticipé. L'AMF considère également qu'une information devrait être délivrée sur la référence prise pour fixer le spread (exemple : mid-point du sous-jacent sur le marché de référence)²⁹.

Exemple 5 : le prestataire entretient la confusion sur la perception de dividende en cas de position acheteuse sur un CFD sur action.

Les communications de ce genre sont incompatibles avec les dispositions de l'article 48 du RD MIF 2. Le prestataire doit clairement communiquer auprès de ses clients qu'une position longue sur CFD ne donne pas droit à un dividende équivalent à celui qui serait versé si le client détenait les actions correspondantes.

2.4.1.2. Le recueil de l'accord préalable du client

Conformément au deuxième alinéa du III de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, le prestataire doit obtenir le consentement préalable de ses clients sur la politique d'exécution.

²⁹ Des clarifications sont apportées à la section 9 du Q&A de l'ESMA sur les modalités d'application de cette obligation.

Le troisième alinéa du III de l'article L. 533-18 prévoit en outre que lorsque la politique d'exécution prévoit que les ordres des clients peuvent être exécutés en dehors d'une plate-forme de négociation, le prestataire informe ses clients ou ses clients potentiels de cette possibilité. Il doit obtenir le consentement préalable exprès de ses clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'une plate-forme de négociation.

Le prestataire peut obtenir ce consentement soit sous la forme d'un accord général soit pour des transactions déterminées.

Position

L'AMF considère qu'à la différence du consentement préalable, le consentement exprès préalable suppose une preuve effective dudit consentement par le client qui peut prendre différentes formes. Ainsi, une signature par écrit, un accord exprès par voie électronique, un clic sur une page internet, un accord oral par téléphone, ou un accord fait en personne peuvent être considérés comme un accord préalable exprès du moment qu'il existe une conservation appropriée des traces dans chacun de ces cas.

Le cas des transactions sur l'obligataire en OTC avec une clientèle professionnelle :

L'AMF reconnaît la difficulté commerciale que pose l'application de cette obligation pour les prestataires qui exécutent des transactions sur l'obligataire en OTC pour le compte de clients professionnels.

Position

L'AMF considère que lorsqu'un prestataire, exécutant des ordres pour une clientèle professionnelle, a intégré dans sa politique d'exécution, outre une plate-forme de négociation, un lieu d'exécution qui n'est pas une plate-forme de négociation parce que ce lieu figure parmi ceux qui lui permettent d'obtenir le meilleur résultat possible dans la plupart des cas, il devra décider des modalités de l'exécution des ordres de cette clientèle à la lumière de ses obligations professionnelles. Parmi celles-ci, figurent à la fois l'obligation « d'obtenir le consentement préalable exprès des clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'une plate-forme de négociation »³⁰ et celle d'agir au mieux des intérêts de ses clients³¹, principe général qui doit être pris en compte en toutes circonstances. Dans l'hypothèse où le respect de ce principe conduirait le prestataire à effectuer la transaction de gré à gré sans avoir pu obtenir l'accord préalable exprès de son client professionnel le prestataire devra avoir fait ses meilleurs efforts pour l'obtenir et devra pouvoir en apporter la preuve.

Cette position s'applique à tout prestataire ayant une clientèle professionnelle.

2.4.2. A l'égard du public

RTS 28 : classement des 5 premiers lieux d'exécution. - Conformément à l'article L. 533-18-1 du code monétaire et financier, les prestataires qui exécutent les ordres de clients établissent et publient une fois par an, pour chaque catégorie d'instruments financiers, le classement des cinq premiers lieux d'exécution en fonction des volumes de négociation sur lesquels ils ont exécuté des ordres de clients au cours de l'année précédente et des informations synthétiques sur la qualité d'exécution obtenue.

Le règlement délégué (UE) 2017/576 de la Commission du 8 juin 2016 (ci-après « RTS 28 ») précise le contenu et le format des informations que les prestataires doivent publier annuellement sur l'exécution des ordres de leurs clients. En particulier, lorsque les prestataires publient l'identité des cinq premiers lieux d'exécution en termes de volumes de négociation, ils précisent plusieurs éléments d'information liés à la qualité de l'exécution. Ces éléments varient selon que les ordres exécutés concernent ou non des opérations de financement sur titres. Ils doivent également publier des informations formant un résumé de l'analyse et des conclusions qu'ils tirent du suivi détaillé de la qualité d'exécution obtenue sur les lieux d'exécution utilisés.

³⁰ Prévue à l'avant-dernier alinéa du III de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier.

³¹ Prévue à l'article L. 533-11 du code monétaire et financier.

Les questions-réponses de l'ESMA sur la meilleure exécution apportent des précisions concernant notamment l'application des dispositions du RTS 28. Conformément à la question-réponse n° 12 du Q&A de l'ESMA, le RTS 28 ne s'applique pas aux ordres effectués par des contreparties éligibles.

RTS 27 : qualité de l'exécution. - L'article L. 533-18-2 du code monétaire et financier deuxième alinéa dispose que « chaque prestataire de services d'investissement [...] reconnu comme lieu d'exécution par l'article 1 du règlement délégué (UE) 2017/575 de la Commission du 8 juin 2016 (ci-après le « RTS 27 ») [...] met à la disposition du public au moins une fois par an, sans frais, les données relatives à la qualité d'exécution des transactions qui y ont été effectuées. Ces rapports périodiques incluent des informations détaillées sur le prix, les coûts, la rapidité et la probabilité d'exécution pour les différents instruments financiers.

Le RTS 27 précise le contenu, le format et la périodicité des données que doivent publier les lieux d'exécution sur la qualité d'exécution des transactions. En effet la question-réponse n° 12 du Q&A de l'ESMA précise que toutes les transactions, y compris celles effectuées par des contreparties éligibles, doivent être incluses dans les rapports de qualité de l'exécution au titre du RTS 27.

De même que pour le RTS 28, les questions-réponses de l'ESMA sur la meilleure exécution apportent des précisions concernant notamment l'application des dispositions du RTS 27.

La question n° 15 du Q&A de l'ESMA précise en particulier que les exigences de reporting issues du RTS 27 ne s'appliquent pas aux opérations de financement sur titres.

3. DISPOSITIONS RELATIVES A LA MEILLEURE SELECTION

En vertu de l'article 65 du RD MIF 2 et pour se conformer à leur obligation d'agir au mieux des intérêts de leurs clients, des obligations adaptées à leur activité sont applicables aux prestataires fournissant un service de réception et transmission d'ordres, ainsi qu'aux prestataires qui fournissent un service de gestion de portefeuille pour compte de tiers et dont les décisions d'investissement se traduisent par des ordres dont ils confient l'exécution à un tiers.

En vertu de l'article 65(4) du RD MIF 2, les prestataires doivent prendre toutes les mesures suffisantes pour obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients.

Il est renvoyé à la section 2 du présent guide pour des précisions sur la notion de « mesures suffisantes » qui est plus sévère que celle de « mesures raisonnables ».

Il convient de rappeler qu'en vertu de l'article 65(8) du RD MIF 2, les dispositions sur la meilleure sélection ne s'appliquent pas lorsque le prestataire qui fournit le service de gestion de portefeuille et/ou de réception et de transmission d'ordres exécute également lui-même les ordres reçus ou les décisions de transaction au nom du client dont il gère le portefeuille.

Dans ce cas, le prestataire doit appliquer les dispositions relatives à la meilleure exécution applicables aux prestataires qui fournissent le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et détaillées dans la section 2 du présent guide.

Comme indiqué au considérant 106 du RD MIF 2, ces obligations n'ont pas pour objet d'exiger de dupliquer les efforts en matière d'exécution dans les cas où un prestataire qui fournit le service de réception et de transmission d'ordre (RTO) ou de gestion de portefeuille transmet ses ordres pour exécution à un autre prestataire. Il s'agit plutôt d'organiser un régime de responsabilités en cascade.

Recommandation

Comme indiqué à la question 22 du FAQ CESR, l'AMF recommande au prestataire transmetteur d'ordres de s'assurer que l'entité sélectionnée est tenue à son égard à une obligation de meilleure exécution :

- soit parce qu'il s'agit d'une entité soumise elle-même aux obligations de meilleure exécution et qui a accepté de catégoriser le prestataire transmetteur comme client (professionnel ou non professionnel) ;
- soit parce que, cette entité s'est engagée contractuellement à se conformer à tout ou partie des obligations de meilleure exécution.

Ainsi, en vertu de l'article 65 du RD MIF 2, lorsqu'il transmet à un tiers les ordres qu'il a reçus de ses clients pour exécution ou qui résultent de ses décisions d'investissement, le prestataire est tenu de prendre toutes les mesures suffisantes pour obtenir le meilleur résultat possible en tenant compte des facteurs listés au premier alinéa de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier (repris en 2.1.2. de ce guide) et des critères listés à l'article 64(1) du RD MIF 2 (caractéristiques du client, de l'ordre, y compris le fait que l'ordre implique une opération de financement sur titres, des instruments financiers, des négociateurs vers lesquels l'ordre peut être dirigé).

3.1. L'élaboration de la politique de sélection

L'article 65(5) du RD MIF 2 précise que les prestataires qui fournissent les services de réception et de transmission d'ordres ou de gestion de portefeuille pour le compte de tiers « établissent et mettent en œuvre une politique qui leur permet de se conformer à l'obligation [d'obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients] ».

Le même article prévoit que cette politique de sélection « identifie, pour chaque catégorie d'instruments, les entités auprès desquelles les ordres sont passés ou auxquelles [le prestataire] transmet les ordres pour exécution. Les entités identifiées disposent de mécanismes d'exécution des ordres qui permettent [au prestataire] de se conformer aux obligations qui lui incombent [...] lorsqu'il passe des ordres auprès de cette entité ou qu'il lui en transmet pour exécution. »

3.1.1. Dans quelle mesure la politique de sélection doit-elle être différenciée ?

A cet égard, les développements prévus en section 2.1.1. du présent guide sur la meilleure exécution sont également pertinents pour les besoins de la meilleure sélection.

3.1.2. Les facteurs de la politique de sélection

A cet égard, les développements prévus en section 2.1.2. du présent guide sur la meilleure exécution sont également pertinents pour les besoins de la meilleure sélection.

3.1.3. La détermination des entités à inclure dans la politique de sélection

A cet égard, les développements prévus en section 2.1.3. du présent guide sur la meilleure exécution sont également pertinents pour les besoins de la meilleure sélection.

Conformément au considérant 100 du RD MIF 2, un prestataire qui transmet ou place des ordres auprès d'autres entités peut n'inclure qu'une entité dans sa politique s'il est en mesure de démontrer que cela lui permet de satisfaire à l'exigence globale de meilleure exécution, « et lorsqu'il peut raisonnablement s'attendre à ce que l'entité choisie lui permet d'obtenir des résultats pour ce client qui sont au moins aussi bons que les résultats dont il pourrait raisonnablement s'attendre s'il utilisait » une autre entité d'exécution. Le même considérant précise que « cette attente raisonnable doit être étayée par des données pertinentes publiées conformément aux » articles L. 533-18 à L. 533-18-2 du code monétaire et financier « ou par d'autres analyses internes effectuées par les prestataires ».

Par ailleurs, l'ESMA a confirmé cette possibilité dans sa question-réponse n°3 en matière de meilleure exécution (section 1 du Q&A de l'ESMA), y compris pour les prestataires fournissant les services de gestion de portefeuille ou de réception et de transmission d'ordres qui ont l'intention de ne retenir dans leur politique de sélection qu'une seule entité.

3.1.4. Que doit contenir une politique de sélection ?

Le contenu de la politique de sélection est indirectement précisé par l'article 65(6) du RD MIF 2 concernant l'information à donner au client en matière de politique de sélection, et renvoie à ce titre aux paragraphes 2 à 9 de l'article 66 du RD MIF 2.

La politique de sélection doit donc contenir les mêmes informations que la politique d'exécution (voir section 2.1.4 du présent guide).

Recommandation

L'AMF recommande que, pour chaque classe d'instrument financier, la politique de sélection du prestataire :

- **définisse sa stratégie, les mesures clés prises pour se conformer à l'obligation d'obtenir le meilleur résultat possible et la façon dont ces mesures lui permettent de l'obtenir ;**
- **mentionne les prestataires utilisés ;**

- mentionne les conditions dans lesquelles les instructions spécifiques pourront être transmises par le prestataire au prestataire chargé d'exécuter les ordres et les conséquences de ces instructions spécifiques ;

En outre, le prestataire peut choisir d'établir une classification plus fine de sa clientèle au sein d'une même catégorie de clients s'il estime opportun d'adapter plus finement sa politique de sélection au niveau de connaissance et d'expérience des clients.

Recommandation

La plupart des prestataires, pour s'acquitter de leur obligation d'informer leurs clients, mettent leur politique de sélection à disposition de leurs clients sur leur site internet. Dans ce cas-là, l'AMF suggère aux prestataires ayant une clientèle non professionnelle, que les politiques de sélection ainsi mises à disposition renvoient vers un lien affichant un tableau synthétique répertoriant, en fonction de la catégorie des instruments financiers habituellement traités par les clients, outre les courtiers utilisés, les lieux d'exécution qu'utilisent ces derniers pour offrir la meilleure exécution. Ce tableau devrait être mis à jour en cas de changement de politique.

Cette recommandation s'applique à tout prestataire ayant une clientèle non professionnelle.

3.2. La mise en œuvre de la politique de sélection

Conformément à l'article 65(3) du RD MIF 2 et pour respecter son obligation de meilleure sélection, le prestataire notamment doit prendre toutes les mesures suffisantes pour obtenir le meilleur résultat possible pour ses clients et en particulier mettre en œuvre la politique de sélection qu'il aura établie.

Aussi, le respect de la politique de sélection établie et contrôlée conformément aux dispositions présentées dans le présent guide est constitutive du respect de l'obligation générale de meilleure sélection.

Il faut noter que, en vertu de l'article 65(4) du RD MIF 2, le prestataire est réputé satisfaire à son obligation de meilleure sélection « dans la mesure où il suit des instructions spécifiques données par son client lorsqu'il passe un ordre auprès d'une autre entité ou lui transmet un ordre pour exécution ».

S'agissant de la transmission d'ordres sur des produits de gré à gré, aux termes de l'article 64(4) du RD MIF 2, applicable à la meilleure sélection en vertu de l'article 65(3) du RD MIF 2, le prestataire doit vérifier l'équité du prix proposé au client lorsqu'il transmet pour exécution un ordre ou prend une décision de négocier concernant des produits de gré à gré, en recueillant des données de marché utilisées dans l'estimation du prix du produit et, si possible, en le comparant à des produits similaires ou comparables (voir aussi la question-réponse n°2 du Q&A de l'ESMA).

3.3. La surveillance régulière et le réexamen de la politique de sélection

3.3.1. La surveillance régulière de la politique de sélection

L'article 65(7) du RD MIF 2 dispose que les prestataires doivent contrôler régulièrement l'efficacité de la politique [de sélection], et en particulier, la qualité d'exécution des entités identifiées dans le cadre de cette politique [et] le cas échéant, corriger toutes les défaillances constatées. »

Recommandation

Comme pour le réexamen de la politique d'exécution, et conformément au FAQ CESR dans sa réponse 24, l'AMF recommande que cette surveillance régulière vise à établir si le prestataire respecte sa politique et ou ses dispositifs et si les transactions qui en résultent ont permis d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client.

Les précisions du FAQ CESR demeurent également valables :

- « le contrôle peut inclure la comparaison de transactions semblables :

(i) (...) transmises à une même entité, afin de vérifier que l'opinion du prestataire sur la façon dont les ordres sont exécutés est correcte, ou ;

(ii) (...) transmises à différentes entités chargées de l'exécution, choisies parmi [celles] figurant dans la politique (...) du prestataire, afin de vérifier que (...) l'entité de « meilleure » exécution a bien été choisie pour un type donné de transaction » ;

- « que la méthodologie de surveillance régulière est à la discrétion du prestataire et que « si un contrôle de toutes les transactions serait disproportionné, d'autres approches, comme des méthodologies appropriées d'échantillonnage³², peuvent être suffisantes. » ;

- « quand les contrôles révèlent que le prestataire n'a pas obtenu le meilleur résultat possible, il doit vérifier si cela provient du non-respect de la politique (...) ou des dispositifs, ou bien d'une déficience dans cette politique et/ou de ces dispositifs, et faire les modifications appropriées ».

Cet examen devrait couvrir :

- les propres actions exercées par le prestataire lors de la transmission des ordres auprès des entités sélectionnées ;

- la qualité d'exécution des entités sélectionnées. A cet égard, l'analyse des rapports d'exécution transmis par les prestataires sélectionnés dans le cadre de l'exécution est une condition nécessaire mais non suffisante pour répondre aux obligations de surveillance régulière de l'efficacité de leur politique de sélection incombant aux prestataires qui transmettent des ordres. Cette analyse pourrait notamment être complétée par des questions spécifiques posées aux prestataires en charge de l'exécution des ordres (exemple : demande de détails concernant l'exécution d'une ou plusieurs transactions).

L'analyse des réclamations de clients concernant l'exécution de leurs ordres pourrait également être un moyen de détecter des erreurs de processus et/ou de paramétrage.

3.3.2. Le réexamen de la politique de sélection

L'article 65(7) du RD MIF 2 dispose que les prestataires « réexaminent au moins annuellement [la politique de sélection] et ses dispositions. Ce réexamen est également réalisé chaque fois qu'intervient un changement significatif qui a une incidence sur la capacité de l'entreprise à continuer à obtenir le meilleur résultat possible pour ses clients ».

3.3.2.1. La formalisation du réexamen de la politique de sélection

Recommandation

Le réexamen annuel de la politique de sélection devrait être formalisé au travers d'un document de synthèse faisant état des modifications apportées à cette politique, des raisons de ces modifications (ou selon le cas de la reconduction de la politique antérieure) ainsi que des arguments ayant conduit à prendre une décision en matière de connexion (ou de non-connexion) à de nouveaux prestataires qui exécutent les ordres.

Sur la base du 6° du II de l'article L. 533-10 du code monétaire et financier, l'AMF recommande aux prestataires de conserver les documents de synthèse formalisant leur réexamen annuel de politique de sélection a minima pendant cinq ans.

³² Ces contrôles par sondage devraient être représentatifs et adaptés à l'activité/la clientèle/la taille/aux types d'ordres du prestataire.

3.3.2.2. Les faits générateurs du réexamen de la politique de sélection

La logique du déclenchement d'un réexamen de la politique de sélection est la même que pour le réexamen de la politique d'exécution bien qu'adaptée à l'activité du prestataire.

En effet, l'article 65(7) du RD MIF 2 précise que les prestataires « évaluent si un changement important a eu lieu et envisagent de changer de lieux d'exécution ou d'entités auxquelles ils font appel pour respecter leurs obligations d'exécution au mieux. »

Ce même article précise la notion de changement important, c'est-à-dire « un événement significatif susceptible d'affecter des paramètres de l'exécution au mieux tels que coût, prix, rapidité, [possibilité] d'exécution et règlement, taille, nature ou tout autre élément pertinent pour l'exécution de l'ordre ».

Recommandation

L'AMF recommande aux prestataires de prendre en considération, pour déclencher un processus de réexamen de leur politique de sélection, tout changement majeur dans l'offre des prestataires d'exécution sélectionnés. Les événements significatifs susceptibles d'affecter des paramètres de l'exécution au mieux [...] peuvent notamment consister en une modification substantielle de la tarification appliquée, une dégradation brutale du dispositif d'exécution qui peut se traduire sous plusieurs formes comme la restriction du périmètre des valeurs traitées, l'abandon de l'accès à un marché, restructuration susceptible d'entraîner des risques opérationnels importants chez l'entité à laquelle l'exécution des ordres est confiée.

Recommandation

Il est recommandé aux prestataires transmettant des ordres à un tiers dans le cadre de la fourniture d'un service de RTO ou de gestion de portefeuille pour le compte d'un tiers de veiller à ce que la relation contractuelle avec les prestataires sélectionnés pour l'exécution des ordres inclue une clause de transmission de politique d'exécution dès lors que celle-ci est modifiée.

3.3.2.3. Les diligences à mener lors du réexamen de la politique de sélection

Recommandation

L'AMF recommande, conformément à la réponse 25.2 apportée par le CESR dans son FAQ sur la meilleure exécution, aux prestataires qui transmettent ou placent des ordres auprès d'autres entités pour exécution d'utiliser des approches différentes [du paragraphe 25.1³³] concernant leurs obligations de réexaminer et de contrôler leur politique, en fonction du degré d'intervention qu'ils exercent sur la façon dont leurs ordres sont exécutés.

En effet, en fonction du degré d'intervention du prestataire sur la façon dont les ordres sont exécutés, les approches peuvent être différentes. Un prestataire qui ne fait que transmettre son ordre pour exécution s'en remet largement à l'entité chargée de l'exécution.

En revanche, un prestataire qui transmet, en plus des ordres, des précisions sur la façon dont ceux-ci doivent être exécutés devrait « contrôler et réexaminer ses propres actions et leur impact sur la qualité d'exécution qu'il obtient ».

³³ Les prestataires qui exécutent des ordres ou des décisions d'investissement devront réexaminer et contrôler les mesures qu'elles prennent pour fournir le meilleur résultat possible, ainsi que les performances des lieux d'exécution qu'elles utilisent.

Exemple : un prestataire agissant en qualité de RTO recevant un ordre de vente de 50 000 titres, qui choisit de morceler cet ordre en 5 ordres de 10 000 titres envoyés à 5 brokers différents, devrait se poser la question de savoir si chacun d'entre eux a exécuté au mieux un ordre de 10 000 plutôt que d'examiner globalement les conditions d'exécution de son ordre de 50 000. Il devrait également s'interroger sur la pertinence du découpage de l'ordre qu'il a lui-même opéré.

Recommandation

L'AMF recommande, conformément à la réponse 25.4 du FAQ CESR, au prestataire transmetteur d'ordres, lors de ce réexamen, d'apprécier également la qualité d'exécution réellement fournie par les entités à qui il confie l'exécution des ordres de ses clients.

Le prestataire disposant des agréments ou du statut lui permettant de transmettre des ordres et d'exécuter les ordres par lui-même, devrait par ailleurs comparer les résultats obtenus auprès de ces entités à ceux qu'il obtiendrait en exécutant lui-même ces ordres. De plus, il devrait étudier la possibilité de recourir à d'autres entités, ou d'exécuter lui-même les transactions pour peu que ses agréments le lui permettent.

3.4. Les obligations d'information du prestataire en matière de meilleure sélection

3.4.1. A l'égard du client

3.4.1.1. L'information des clients sur la politique de sélection

En vertu de l'article 65(6) du RD MIF 2, les prestataires doivent fournir à leurs clients une information sur la politique de sélection qu'ils ont arrêtée. Les informations à fournir à cet égard sont les mêmes que celles devant être fournies sur la politique d'exécution (voir section 2.4.1 ci-dessus). Les prestataires doivent également fournir à leurs clients des informations appropriées sur lui-même et ses services ainsi que sur les entités choisies à des fins d'exécution.

Conformément au dernier alinéa du même article, le prestataire fournit à ses clients ou ses clients potentiels qui en font une demande raisonnable des informations sur les entités auprès desquelles des ordres sont passés ou auxquelles le prestataire transmet des ordres pour exécution.

Conformément à l'article 65(6) du RD MIF 2, et par renvoi au dernier alinéa de l'article 66(3) du même règlement, la politique de sélection est fournie sur un support durable, ou sur un site internet (qui ne constitue pas un support durable) pour autant que les conditions de l'article 3(2) du RD MIF 2 soient remplies.

Conformément au dernier alinéa de l'article L. 533-18-2 du code monétaire et financier, les prestataires notifient aux clients avec lesquels ils ont une relation suivie toute modification importante de leurs dispositifs en matière d'exécution des ordres ou de leur politique d'exécution.

3.4.1.2. Le recueil de l'accord préalable du client

Contrairement aux prestataires qui exécutent des ordres, il n'y a pas, dans les textes, d'obligation d'obtenir l'accord préalable des clients pour les prestataires qui transmettent ou placent des ordres auprès d'autres entités pour exécution lorsque ces derniers sont exécutés en dehors d'une plate-forme de négociation. Aussi, l'application littérale des textes conduirait la très grande majorité des clients finaux à ne pas être informés a priori des modalités d'exécution de leurs ordres.

En effet, dans le cas où un investisseur transmet son ordre à une entité fournissant le service de réception transmission d'ordres (ci-après « entité RTO ») qui le route vers un prestataire qui l'exécute, il n'existe pas d'obligation pour l'entité RTO de recueillir l'accord du client final sur la politique d'exécution du PSI qui exécute les ordres. Les textes prévoient dans ce cas que c'est l'entité RTO, en sa qualité de cliente, qui donne son accord sur

la politique d'exécution de l'entité exécutant l'ordre³⁴. L'entité RTO doit à son tour établir une politique de sélection qui doit être communiquée à ses propres clients, sans que leur accord ne soit requis.

Aussi l'AMF rappelle que conformément à l'article 65(6) du RD MIF 2, par renvoi au e) de l'article 66(3), la politique de sélection doit comporter l'indication du fait que le prestataire exécuteur peut exécuter les ordres du client en dehors d'une plate-forme de négociation, ainsi que des conséquences que cela entraîne, par exemple le risque de contrepartie lié à une exécution en dehors d'une plate-forme de négociation, et, sur demande du client, un complément d'informations sur les conséquences de ce mode d'exécution.

3.4.2. A l'égard du public

En vertu de l'article 65(6) du RD MIF 2, « lorsque le [prestataire] sélectionne d'autres [prestataires] pour fournir des services d'exécution d'ordres, il établit et publie une fois par an, pour chaque catégorie d'instruments financiers, le classement des cinq premiers prestataires en termes de volumes de négociation auxquelles il a transmis ou auprès desquelles il 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 au RTS 28. »

4. LIEN ENTRE RECHERCHE ET SELECTION

La directive déléguée 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 impose désormais des règles en matière d'achat de prestation de recherche qui obligent les prestataires à avoir des politiques de sélection, d'évaluation, de facturation et de paiement des prestations de recherche qui soient totalement déconnectées des politiques existant en matière d'exécution.

En conséquence, la sélection d'un broker d'exécution ne peut en aucune manière être dictée par des considérations relatives aux conditions de fourniture par ce broker d'une prestation de recherche.

A cet égard il convient de rappeler que les alinéas 3 à 5 de l'article 314-29 du RGAMF disposent que « le prestataire de services d'investissement qui fournit des services d'exécution identifie de manière séparée les différents frais liés à la fourniture de ce service. Ces frais ne reflètent que le coût d'exécution de la transaction.

Les frais liés à la fourniture de toute autre prestation ou service par un prestataire de services d'investissement à un autre prestataire de services d'investissement établi dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen sont identifiables de manière séparée.

La fourniture de ces prestations et services et les frais y afférents ne sont pas influencés ou conditionnés par le niveau des paiements des services d'exécution. »

Il n'est néanmoins pas interdit de recourir à un même prestataire pour la fourniture des deux prestations d'exécution d'une part et de recherche d'autre part, sous réserve de pouvoir démontrer que la sélection de ce prestataire répond à la fois :

- aux obligations de meilleure sélection et notamment à celles applicables à la sélection des prestataires telles que clarifiées au paragraphe 3.1.3 du présent guide,

- et aux obligations clarifiées au paragraphe 7.4 du Guide relatif aux modalités de financement de la recherche par les prestataires de service d'investissement dans le cadre de la Directive MIFII dans les termes suivants : « l'établissement doit tenir compte des potentiels risques de conflits d'intérêts dans sa politique relative

³⁴ Pour peu que le RTO soit catégorisé comme client par le négociateur et non comme une contrepartie éligible.

à la recherche, et doit veiller à ce que les procédures internes assurent une décorrélation effective entre les frais de recherche et les transactions.

5. LES PRATIQUES DE PAIEMENT POUR FLUX D'ORDRES

L'obligation de meilleure exécution doit dans certains cas être articulée avec d'autres obligations professionnelles que doivent respecter les prestataires, comme celles relatives aux incitations et rémunérations et à l'identification et la gestion des conflits d'intérêts.

C'est notamment le cas pour certaines pratiques consistant pour certains lieux d'exécution, à octroyer à leurs clients/membres, en échange de l'apport de leur flux d'ordres, des avantages monétaires ou non. Ces avantages peuvent notamment prendre les formes suivantes :

- octroi de réductions tarifaires non publiques ;
- fourniture d'outils ou prise en charge des frais de connectique ; ou encore
- attribution d'actions gratuites.

En particulier, l'article 66(6) du RD MIF 2 prévoit que les prestataires « ne reçoivent de paiements de tiers que si ces paiements sont conformes aux dispositions sur les incitations et les rémunérations et informent les clients des incitations dont ils bénéficient éventuellement de la part des lieux d'exécution ».

Pour être considérée comme légitimes, les paiements de tiers doivent en conséquence être analysés au regard des articles L. 533-12-4 du code monétaire et financier et 314-13 et suivants du règlement général de l'AMF, qui imposent trois critères cumulatifs : la transparence vis-à-vis du client, l'amélioration de la qualité du service rendu et le respect de l'intérêt du client³⁵.

Pour ce qui est du critère de l'amélioration de la qualité du service fourni au client, il est désormais défini à l'article 314-14 du RGAMF qui impose le respect de trois conditions cumulatives :

1. Etre « justifié par la fourniture au client d'un service supplémentaire ou d'un service de niveau plus élevé, proportionnel à l'incitation reçue, tel que :
[...]
 - o la fourniture d'un accès, à un prix compétitif, à une large gamme d'instruments financiers susceptibles de répondre aux besoins du client y compris un nombre approprié d'instruments financiers de producteurs tiers sans liens étroits avec le prestataire de services d'investissement, et :
 - o la fourniture d'un ou plusieurs outils à valeur ajoutée, tel qu'un outil d'information objective pour aider le client à prendre des décisions d'investissement ou de lui permettre de suivre, d'évaluer et d'adapter la gamme d'instruments financiers dans lesquels il a investi ; ou
 - o la fourniture de rapports périodiques relatifs aux performances des instruments financiers et aux coûts et frais qui y sont associés ; »
2. Ne pas » bénéficier directement au prestataire de services d'investissement, à l'un ou plusieurs de ses actionnaires ou à tout membre de son personnel, et ce sans que le client n'en retire de bénéfice tangible ; »

³⁵ *Formis pour les avantages non monétaires mineurs.*

3. Etre « justifié par la fourniture au client d'un service fourni dans la durée, en rapport avec l'incitation reçue dans la durée. »

Aussi, les pratiques de paiements pour flux d'ordres doivent désormais être examinées à l'aune de ces trois conditions cumulatives.