

CONSULTATION AMF

Application des principes de meilleure exécution contenus dans la directive MIF et sa directive d'application

Observations de l'AFEI et de la FBF

1. A la fin du mois de juillet et jusqu'au 31 octobre, l'AMF a lancé une consultation sur un document dont l'objet est de préciser les conditions dans lesquelles l'AMF entend interpréter les dispositions relatives à la meilleure exécution figurant dans la directive MIF et sa directive d'application. Ce document est destiné à accompagner les futures dispositions du règlement général qui, en la matière, transposeront les textes européens, ayant été précisé que l'AMF a indiqué que cet exercice de transposition « *devrait se traduire par une insertion la plus fidèle possible des textes européens dans le corpus réglementaire français* ».

Elaboré sur la base des réflexions menées par un groupe de travail constitué par les services de l'AMF avec des professionnels, et auquel participait d'ailleurs l'AFEI, ce document a été examiné avec beaucoup d'attention par l'AFEI et la FBF qui souhaitent formuler les observations suivantes.

I. Observations générales

➤ ***Une réflexion importante, pour laquelle la concertation professionnelle est particulièrement essentielle***

2. Comme le souligne d'ailleurs le document de consultation de l'AMF, le dispositif de meilleure exécution prévu par la directive MIF et précisé par sa directive d'application, suscite aujourd'hui beaucoup d'interrogations de la part des prestataires de services d'investissement qui devront le mettre en œuvre. Au cours des travaux qui ont conduit à l'adoption des textes européens qu'il s'agit maintenant de transposer, la question de la meilleure exécution est d'ailleurs l'une de celles qui a le plus focalisé l'attention de l'AFEI et de la FBF.

Le dispositif comporte en effet diverses facettes qui peuvent se traduire par des coûts de mise en œuvre, de maintenance et de révision extrêmement lourds pour les établissements financiers, et sans que les bénéfices que pourraient en retirer les investisseurs finaux n'apparaissent clairement. Il est donc indispensable de chercher les voies de solution qui permettront de minimiser ces coûts tout en fournissant aux investisseurs les garanties qui leur sont utiles.

3. L'AFEI et la FBF saluent donc tout particulièrement la démarche menée par l'AMF. En mettant en consultation publique après en avoir discuté avec elles, un projet d'interprétation des conditions dans lesquelles l'Autorité s'attend à ce que soient mises en œuvre les règles relatives à la meilleure exécution, cette dernière permet à la concertation professionnelle de se développer dans les meilleures conditions.

La démarche doit d'ailleurs être d'autant plus saluée qu'elle s'inscrit pleinement dans la perspective de l'approche « meilleure régulation » initiée par ailleurs par l'AMF, et à laquelle l'AFEI et la FBF souscrivent sans réserve. Elles souhaitent que ce type de démarche puisse être envisagé de manière plus systématique dans l'avenir.

➤ ***Une réflexion AMF tout à fait opportune mais qui doit, à terme, converger avec celle de ses homologues européens***

4. L'AFEI et la FBF sont particulièrement attentives à ce que les nombreux textes européens qui aujourd'hui forment une part très importante du cadre juridique des activités de marché fassent l'objet, lorsque cela apparaît nécessaire, d'une interprétation cohérente et homogène dans les différents Etats membres. A défaut en effet, en fonction de la plus ou moins grande rigueur de l'interprétation développée à chaque échelon national, des distorsions de *level playing field* seraient introduites entre les acteurs ...

Dans cet objectif d'harmonisation des interprétations nationales, CESR a indubitablement un rôle très important à jouer. Compte tenu toutefois des profondes novations induites par les différents textes en cause, mais aussi des difficultés que comporte inévitablement un processus de concertation entre vingt-cinq régulateurs, il ne peut raisonnablement être espéré que CESR parvienne à établir des interprétations harmonisées dans des délais compatibles avec les besoins des établissements.

5. C'est pourquoi, alors que diverses incertitudes entourent la mise en œuvre d'un dispositif complexe et nouveau comme celui de la meilleure exécution, que les coûts associés à son respect peuvent être significatifs, l'AFEI et la FBF estiment tout à fait utile et bienvenu le travail d'interprétation aujourd'hui engagé par l'AMF. Les clarifications qui seront fournies au travers de cette interprétation sont dès à présent indispensables pour que les établissements puissent développer et adapter leurs systèmes informatiques et procédures internes au plus près des attentes du régulateur, mais sans avoir à supporter des coûts inutiles.

S'il n'est ainsi pas envisageable d'attendre que CESR soit parvenu à une interprétation harmonisée du dispositif, il n'en reste pas moins que tel doit être l'objectif ultime. Cela signifie plus particulièrement que, comme l'AMF le relève elle-même (§ 14), son interprétation est de nature transitoire : à terme, elle a vocation à se fondre dans une interprétation harmonisée qui sera produite par CESR.

6. Pour que cette « intégration » ultérieure se produise dans les meilleures conditions, notamment en évitant absolument que les établissements n'aient à remettre en cause des développements opérés sur la base de l'interprétation AMF, deux points doivent particulièrement être pris en considération.

D'une part, il faut éviter que l'AMF ne prenne des positions strictes, sans besoin avéré, sur des points qui paraissent susceptibles d'évoluer en fonction, soit de l'expérience concrète qui sera tirée de la mise en œuvre du dispositif, soit du travail de convergence que nécessitera ultérieurement l'élaboration d'une

interprétation harmonisée entre régulateurs européens. Ainsi par exemple, sur des sujets comme la tenue de marché, les produits « sur mesure » ou les conditions de démonstration du respect de la politique d'exécution, où les textes européens laissent subsister des ambiguïtés importantes, il est important que l'AMF, dans la démarche d'interprétation nationale qu'elle mène aujourd'hui, n'adopte pas une position contraignante qui irait frontalement à l'encontre des pratiques et habitudes de marché. Si des remises en cause devaient en effet être effectuées, elles ne pourraient résulter que d'une démarche commune menée par les régulateurs européens au travers de CESR.

D'autre part, et de façon liée d'ailleurs, il convient que l'AMF s'attache à ce que son interprétation forme aussi largement que possible la base de l'interprétation harmonisée que devra prendre ultérieurement CESR. L'observation que l'AMF est à ce jour, avec la *Financial services authority*, la seule autorité européenne à s'être engagée dans un tel travail d'interprétation constitue une certaine assurance de ce point de vue. Encore faut-il toutefois que l'interprétation que donnera chacune de ces autorités ne contienne pas de divergence irréductible ... De ce point de vue d'ailleurs, l'AFEI et la FBF considèrent de façon très positive l'extériorisation du projet d'interprétation de l'AMF en version anglaise, permettant ainsi à l'ensemble des parties prenantes européennes d'exprimer un avis sur cette question.

7. Un certain nombre des propositions rédactionnelles formulées ci-après par l'AFEI et la FBF ont ainsi pour objet de tenir compte de ces aspects.

➤ ***Une approche pragmatique qui doit être approuvée et saluée***

8. L'AFEI et la FBF soulignent tout particulièrement le pragmatisme dont fait preuve l'AMF dans la façon dont elle appréhende cet exercice d'interprétation. Les remarques qui suivent ci-après visent seulement à préciser certains points, non à remettre en cause cette appréciation générale.

9. Le choix opéré de présenter cette interprétation sous forme de paragraphes numérotés doit également être souligné. Il facilite le travail d'observations comme le met en évidence la partie II. de ce document. Ultérieurement, il facilitera aussi la référence à cette interprétation : « voir paragraphe X de l'interprétation AMF ».

L'AFEI et la FBF sont d'avis que ce type de présentation devrait être systématisé par l'AMF, non seulement pour les documents qu'elle met en consultation, mais également pour la doctrine qu'elle publie.

➤ ***Mener une réflexion complémentaire afin de clarifier la notion d'instruction spécifique***

10. La notion d'instruction spécifique est particulièrement importante dans le cadre de la meilleure exécution : la présence d'une telle instruction dispense en effet, pour le champ qu'elle couvre, des règles applicables en la matière.

Alors que l'AMF fait plusieurs fois référence à cette notion dans son document d'interprétation, l'AFEI et la FBF seraient très désireuses d'approfondir cette question en liaison avec l'AMF. L'objectif serait de préciser le type d'instructions constitutif d'une instruction spécifique et les conséquences que cela emporte par rapport aux règles de meilleure exécution. Comme par exemple le souligne ultérieurement le

présent document, le fait pour un client d'accepter un prix proposé par un teneur de marché ne constitue pas seulement une instruction spécifique au regard du prix (cf. infra n° 49).

A titre d'exemple, l'AFEI et la FBF soulignent qu'un ordre VWAP ou une instruction « exécuter mon ordre sur le marché X » constituent sans nul doute des instructions spécifiques.

➤ **Des propositions rédactionnelles destinées à approfondir la réflexion**

11. L'AFEI et la FBF ont, en tant que de besoin, estimé utile de formuler des propositions rédactionnelles permettant de traduire directement dans l'interprétation AMF certaines de leurs observations. S'il est important de chercher à s'accorder sur les objectifs de fond qui doivent être poursuivis, il est au moins aussi important de s'accorder sur la forme. Comme l'expérience le montre, ce qui peut sembler de prime abord comme un écart relativement peu significatif quant au fond, peut en réalité dissimuler un profond écart de compréhension une fois qu'il est cherché à le formuler.

En proposant des rédactions alternatives ou complémentaires, le souci de l'AFEI et de la FBF est ainsi de vérifier qu'il n'y a pas d'écart significatif entre leur conception du dispositif de meilleure exécution et celle de l'AMF. Elles souhaitent que si certaines de ces formulations ne paraissent pas adaptées, une nouvelle phase de discussion puisse être engagée afin de rechercher si cela est dû à un simple problème de rédaction ou si cela traduit une réelle divergence de fond. Au-delà de la discussion qui serait en effet nécessaire pour comprendre les raisons de cette divergence et chercher d'autres voies de solution, il sera en tout état de cause tout à fait nécessaire que les adhérents de l'AFEI et de la FBF aient une claire conscience de la nature et de la portée de ces divergences.

➤ **Une présentation linéaire des observations AFEI-FBF qui ne doit pas masquer une grande diversité dans l'importance des enjeux en cause**

12. Pour des raisons d'efficacité, il a été décidé d'organiser les observations qui figurent ci-dessous en suivant l'ordre du document de l'AMF. Il en résulte qu'aucune hiérarchie n'est ainsi mise en évidence quant à l'importance relative de ces observations. Aussi, pour éviter toute ambiguïté, l'AFEI et la FBF attirent particulièrement l'attention sur les points suivants :

- **Le dispositif de meilleure exécution n'a de justification que dans les situations où le PSI bénéficie d'une latitude d'exécution dans la mission que lui confie le client, ce qui a des incidences importantes en termes de traitement, d'une part, des opérations de tenue de marché et, d'autre part, des produits « sur mesure » (cf. infra n° 16, 35, 55 et s.).**
- **Il n'est pas envisageable que les PSI soient soumis à une obligation de transparence de leurs coûts d'exécution vis-à-vis de leurs clients (cf. infra n° 28 et s.).**
- **L'exigence d'un « accord exprès » pour l'exécution d'ordre en dehors d'un marché réglementé ou d'un marché organisé doit être interprétée de façon souple pour les produits qui, par principe, sont traités en dehors de tels marchés (cf. infra n° 45 et s.).**
- **Sur l'obligation de démonstration du respect de la politique d'exécution au client, il est absolument essentiel que l'AMF ne prenne pas une position sans concertation approfondie avec ses homologues européens compte tenu des coûts extrêmement importants qui peuvent être attachés à cette obligation de démonstration (cf. infra n° 73 et s.).**

II. Observations détaillées

13. Les propositions rédactionnelles effectuées figurent en encadré, les modifications apportées par rapport au texte de l'AMF étant précisées en souligné ou, le cas échéant, barré.

➤ *Paragraphes 1 à 14*

14. L'AFEI et la FBF soutiennent l'exposé introductif, particulièrement clair et précis. Le triple objectif poursuivi au travers de cette interprétation (§ 11) doit plus notamment être souligné.

➤ *Paragraphes 15 à 18*

15. La synthèse faite au travers de ces paragraphes a le mérite de la clarté et de la précision. Elle n'appelle que deux remarques.

16. Un paragraphe 16 bis décrivant l'objectif général poursuivi au travers du dispositif de meilleure exécution devrait être introduit. Comme cela sera souligné ultérieurement (cf. infra n° 55 et s.), une bonne compréhension de cet objectif est en effet indispensable pour assurer l'interprétation appropriée d'un dispositif dont la complexité a déjà été relevée. Il s'agit en conséquence de reconnaître dans le cadre de cette synthèse que la meilleure exécution est une « garantie » accordée au client dans les situations où il confie, à un intermédiaire, au travers d'un ordre, le soin d'exécuter une mission pour son compte, indépendamment du fait que l'intermédiaire choisisse ou non au final d'exécuter cette mission en mettant en face du client son compte propre.

16 bis. L'obligation de meilleure exécution trouve sa source dans la volonté de garantir au client que, lorsqu'il charge un PSI de la mission d'exécuter un ordre, celui-ci mettra en œuvre une procédure comportant un certain nombre d'éléments assurant que les « meilleures conditions d'exécution » ont été effectivement recherchées pour cet ordre.

Bien sûr, le raisonnement ici synthétisé doit se trouver par la suite développé (cf. infra n° 35, 55 et s.)

17. Le dernier tiret du paragraphe 18 semble trop explicatif par rapport à l'objectif de synthèse qui est poursuivi dans le cadre de ces paragraphes. Ne suffirait-il pas seulement d'observer que la combinaison des articles 21, 19.1 et 32.7 établit que les succursales doivent respecter le dispositif de meilleure exécution tel qu'il est mis en place par l'Etat d'accueil ?

Dans cette perspective, les développements effectués, qui ont le mérite d'exposer un point important du dispositif, ne pourraient-ils pas plutôt figurer dans un développement spécifique sur l'application territoriale du dispositif de meilleure exécution ?

➤ **Paragraphes 19 à 22**

18. Dans le paragraphe 21, il n'est pas certain que viser « *les internalisateurs systématiques* » de manière générale soit approprié. Il peut en effet en résulter l'impression que ceux-ci seront systématiquement accessibles par tout intermédiaire, ce qui ne sera pas nécessairement le cas. En tout état de cause, s'ils sont accessibles ce sera d'abord en qualité de « *teneurs de marché ou autres fournisseurs de liquidité* », la notion d'internalisateur systématique ne faisant en fait que recouvrir ces catégories pour déclencher, lorsque certaines conditions sont réunies (actions liquides, intensité de l'activité, ...), l'application de règles particulières de transparence pré transaction.

En fait, il semble qu'ici au travers du terme « *internalisateurs systématiques* », il soit aussi cherché à viser le compte propre de l'intermédiaire qui, sinon, est curieusement ignoré.

Il est donc nécessaire de reformuler et réorganiser ce paragraphe.

21. Les lieux d'exécution sont :

- les marchés réglementés,
- les systèmes multilatéraux de négociation,
- les PSI intervenant en compte propre, qu'il s'agisse du PSI en charge de l'exécution de l'ordre lui-même, d'un teneur de marché ou de tout autre fournisseur de liquidité (que ces personnes aient ou non par ailleurs la qualité d'internalisateur systématique),
- ou les entités de pays tiers offrant des services similaires (cf. article 44.1. al. 2 de la proposition de directive d'application).

19. La dernière phrase du paragraphe 22 pourrait, dans une lecture rapide, être comprise comme mettant à charge du PSI une obligation de résultat : obtenir « *le meilleur résultat possible* ». Pour éviter toute ambiguïté, il serait souhaitable de la reformuler.

22. Le respect de la règle passe également par la surveillance, par le PSI, de l'efficacité des dispositifs qu'il a mis en place et de sa politique d'exécution, de façon à remédier aux éventuelles déficiences. Cette veille repose notamment sur une vérification régulière et une actualisation, si besoin est, des lieux d'exécution choisis. Le contrôle du respect de l'obligation de meilleure exécution par les autorités compétentes ne porte pas sur un contrôle au cas par cas, mais sur la vérification de l'existence des procédures mises en place. En outre, le PSI doit être en mesure de pouvoir démontrer à ses clients, à leur demande, que le résultat a été obtenu conformément aux termes de sa politique d'exécution.

➤ **Paragraphes 23 à 25**

20. Au deuxième tiret du paragraphe 24, il ne faut pas donner à penser que le PSI a l'obligation de mettre en œuvre des politiques de meilleure exécution adaptées en fonction des « *types de client* » :

c'est sa responsabilité commerciale de déterminer s'il entend mettre en œuvre une seule politique, plusieurs, voire une particulière pour chaque client.

La seule contrainte des PSI en en la matière concerne les clients de détail pour lesquels la directive d'application prévoit que, prioritairement, « *le meilleur résultat possible est déterminé sur la base du prix total (...)* » (art. 44.2).

24. Ces dispositifs correspondent en fait à l'organisation que le PSI doit mettre en place pour obtenir la meilleure exécution possible pour les ordres des clients. Ils varieront d'un prestataire à l'autre mais incluront :

- le processus par lequel le PSI déterminera l'importance relative des facteurs listés à l'article 21, en tenant compte des critères d'appréciation fournis par la directive d'application : selon les types de clients auxquels il s'adresse, les instruments concernés, les types d'ordres, il pourra organiser différentes politiques en articulant différemment le ou les facteurs et leur importance relative ;
- le processus de sélection des lieux d'exécution ;
- l'information utile et nécessaire aux clients afin qu'ils puissent se former un jugement sur la façon dont il exécute leurs ordres.

21. La possibilité reconnue au paragraphe 25 de ne communiquer au client que les éléments lui permettant « *de donner un accord éclairé sur les conditions d'exécution de ses ordres* » est particulièrement importante pour les raisons justement énoncées par le document : technicité, confidentialité ...

Dans la mesure toutefois où ce qui est communiqué au client forme le contrat qui est passé avec lui et le cadre par rapport auquel devra être démontré *a posteriori* le respect de la politique de meilleure exécution, il pourra être utile de réexaminer ultérieurement la formulation de ce paragraphe en fonction des premiers retours d'expérience résultant de la mise en œuvre effective du nouveau dispositif.

22. En réponse à la **Question 1**, l'AFEI et la FBF ne voient pas d'éléments supplémentaires qui devraient être ici pris en compte dans la description.

➤ **Paragraphes 26 à 29**

23. En réponse à la **Question 2**, l'AFEI et la FBF estiment que la latitude d'appréciation laissée aux PSI est tout à fait justifiée et opportune.

En tout état de cause, s'il devait être considéré souhaitable d'encadrer cette latitude, cela ne pourrait être envisagé que sur la base de situations concrètement rencontrées. Un tel retour d'expérience n'ayant par essence pas encore eu lieu, rien ne justifie aujourd'hui un encadrement préventif.

➤ **Paragraphes 30 à 32**

24. En réponse à la **Question 3**, l'AFEI et la FBF estiment tout à fait opportun que l'AMF pose une « *présomption de meilleur prix* » lorsque le prix auquel est exécuté l'ordre est un « *prix coté sur le marché organisé concentrant le plus de liquidité pour l'action considérée* ».

Il s'agit là d'une approche pragmatique qui, au moins pour les actions, et au moins dans un premier temps, permet aux établissements de construire leur politique de meilleure exécution autour d'un critère simple à appréhender. S'agissant seulement d'une présomption, elle ne dégrade en rien le niveau de garantie dont bénéficie le client.

➤ **Paragraphes 33 et 44**

25. Les paragraphes 33 à 35 n'appellent pas de remarques, ils sont explicatifs et clairs.

26. La rédaction du paragraphe 36 devrait être clarifiée.

36. En pratique, les clients seront informés a priori de la politique d'exécution et de la politique tarifaire du PSI, celle-ci associant à chaque lieu ou mode d'exécution le coût du service pour le client. Les prestataires ayant naturellement des pratiques tarifaires différentes, il importe en tout état de cause qu'apparaissent clairement les coûts d'exécution des ordres que le client peut s'attendre à se voir prélever. A posteriori, pour évaluer l'exécution de son ordre, c'est en comparant le prix auquel l'ordre a été exécuté et le tarif pratiqué par l'intermédiaire que le client pourra comparer le rapport qualité/prix offert par différentes firmes.

27. La présentation des paragraphes 37 à 43 n'appelle pas de remarque : ils exposent clairement le contexte et les objectifs poursuivis au travers des dispositions ici examinées.

28. Le paragraphe 44 soulève une difficulté dans la mesure où il indique que les « *PSI devraient être également tenus vis à vis du régulateur, et probablement vis-à-vis du client, à une obligation de transparence pour ce qui concerne les composantes des coûts d'exécution des différents systèmes, afin de montrer que le choix des systèmes est fait au bénéfice des clients et que la structure des coûts ne vise pas à favoriser un système en particulier.* » Il est en effet imposé ainsi, de manière extrêmement préjudiciable, une obligation de transparence vis-à-vis du client en ce qui concerne la structure des coûts « internes » supportés par le PSI, et donc indirectement de leurs marges.

Cette question a fait l'objet de longues discussions avec l'AMF, non seulement lors de l'élaboration de la directive d'application, mais également lors de la préparation de ce projet d'interprétation. L'AFEI et la FBF savent que l'AMF est consciente de cette difficulté, d'ailleurs reflétée ici au travers de l'emploi du terme « *probablement* » montrant que des éléments de discussion sont attendus ici.

L'AFEI et la FBF soulignent ainsi que :

- ✓ S'agissant de la meilleure exécution, aucune disposition de la directive MIF, ni de sa directive d'application n'impose la transparence vis-à-vis du client des coûts supportés par le PSI lors de l'exécution.

La directive d'application impose seulement que « *le meilleur résultat possible [soit] déterminé sur la base du prix total, représentant le prix de l'instrument financier et les coûts liés à l'exécution, lesquels incluent toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres 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* » (art. 44.3).

Prendre en considération les coûts pour la détermination du « *meilleur résultat possible* » ne peut induire la révélation de ces coûts. Aucun des considérants de la directive ne porte atteinte à cette constatation.

- ✓ Le souci au travers de cette disposition, comme le rappelle d'ailleurs l'AMF, était de fonder une base objective pour assurer que les PSI, au travers de leur politique tarifaire, n'introduisent pas un facteur permettant de disqualifier par avance une plateforme d'exécution par rapport à une autre. Dans la mesure où les PSI bénéficient d'une totale liberté tarifaire, ils ont en effet toute latitude d'avoir une tarification différente selon la plateforme sur laquelle ils exécutent les ordres de leurs clients : « si votre ordre est exécuté sur la plateforme A mon tarif est de ..., sur la plateforme B de ... ».

La stimulation de la concurrence entre plateformes étant l'un des objectifs prioritaires poursuivis par la Commission européenne, il lui importait que les PSI ne puissent bloquer le développement de nouvelles plateformes au seul motif qu'ils auraient trouvé « confortables » de ne travailler qu'avec celle(s) en place ... Même si cette crainte est totalement irréaliste au regard de la réalité de la concurrence qui existe entre les PSI, c'est elle, et elle seule, qui a fondé l'article 44.4 de la directive d'application et qui sous-tend, en pratique, la discussion ici menée.

- ✓ L'essentiel pour le client est d'avoir une claire connaissance du ou des tarifs pratiqués par le PSI à l'occasion de l'exécution de son ordre. La commission versée au PSI en rémunération de son intervention ne constitue en effet que la globalisation, d'une part, des différents coûts qu'il supporte dans la conduite de son activité et, d'autre part, de sa marge commerciale. Fournir l'éclatement de cette commission en différentes composantes n'apporte aucune information utile au client.
- ✓ Obliger les PSI à révéler, à leurs clients, et indirectement en pratique d'ailleurs aussi à leurs concurrents, la structure de leurs coûts et, par déduction, le montant de leur marge serait d'ailleurs une obligation tout à fait extraordinaire dans l'économie de marché qui est la norme aujourd'hui (cf. infra). Alors qu'aucun autre secteur professionnel n'est soumis à une telle obligation, il semble impossible de l'imposer sans l'appui d'un texte extrêmement précis.
- ✓ D'ailleurs, même si l'obligation était imposée, il conviendrait de détailler comment elle s'applique. La formulation de la directive d'application est extrêmement générale puisqu'il est seulement fait

référence aux « *coûts liés à l'exécution, lesquels incluent toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres 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* » (art. 44.3).

Qu'entend-on ainsi par les « *coûts liés à l'exécution* ». A titre d'exemple, la prime de fin d'année du négociateur ne constitue-t-elle pas un coût à prendre en compte ... ? Mais le loyer des locaux dans lesquels sont menés l'activité ne devrait-il aussi pas être pris en compte ... ? Mais aussi le coût des services support (juridique, DRH, ...) ... ? Au final, c'est semble-t-il une véritable comptabilité analytique qui devrait être mise en place afin de rattacher chaque coût supporté par le PSI à un ordre de client.

Outre encore une fois, qu'une telle obligation de « mise à nu » serait tout à fait extraordinaire, sa mise en œuvre induira nécessairement des divergences d'appréciation. Pourquoi affecter tel pourcentage des frais de siège à chaque ordre plutôt que tel autre ... ?

Par ailleurs, comment prendre en compte dans une démarche *a priori* (la politique d'exécution) des facteurs qui ne sont connus qu'*a posteriori* (les coûts), et parfois longtemps après. A cet égard, il doit être notamment souligné que beaucoup d'infrastructures tarifient leurs prestations sous forme dégressive (mensuellement en général) en fonction du volume. Ainsi, selon que l'appréciation est faite en début ou en fin de mois, une fois effectivement passé le palier qui permet de bénéficier d'un tarif plus avantageux, le coût d'infrastructure lié à l'ordre pourrait être plus ou moins important.

Le dispositif aboutit ainsi à une impossibilité : soit fournir une information tellement détaillée que l'on ne voit pas comment cela serait possible, soit fournir une information incomplète et, en outre trompeuse, sur le montant réel de la marge commerciale du PSI ...

- ✓ Si jamais, au terme de l'article 44.3 de la directive d'application, les PSI devaient être tenus de révéler leurs coûts, il serait alors absolument nécessaire que les infrastructures de marché et de post-marché qui sont des fournisseurs incontournables pour eux soient tenues à une obligation similaire.

29. Ces éléments paraissent tout à fait suffisants à l'AFEI et à la FBF pour que l'AMF ne prévoit pas au travers de son interprétation de mettre en place une obligation de transparence vis-à-vis du client des coûts supportés par le PSI lors de l'exécution.

Si des doutes devaient toutefois subsister, il serait alors absolument nécessaire que l'AMF laisse, pour l'heure, ce point non résolu dans l'attente des travaux que devra mener CESR sur ce point. Le risque sinon serait de créer au détriment des seuls établissements français une obligation particulièrement préjudiciable parce que de nature à ruiner leur compétitivité.

30. S'il semble envisageable d'aboutir vis-à-vis du client à une transparence des coûts « internes » de « fabrication », et indirectement des marges, en revanche, vis-à-vis du régulateur, il est bien évident que tel n'est pas le cas dans la mesure où c'est un moyen pour lui de vérifier qu'une « *discrimination inévitabile entre les lieux d'exécution* » n'est pas introduite.

Compte tenu toutefois des observations qui précèdent sur la nature des coûts à prendre en compte, il conviendra certainement qu'une réflexion complémentaire soit menée sur ce point avec l'AMF pour que les adhérents de l'AFEI et de la FBF connaissent à l'avance les bases à partir desquelles cet aspect sera contrôlé.

31. Par ailleurs, le paragraphe 44 mériterait d'être plus clair quant aux conséquences que l'AMF tire du paragraphe 41. Il est donc proposé de le rédiger ainsi :

44. Trois conséquences doivent être tirées des développements qui précèdent :

- L'obligation pour le PSI de prendre en compte ses coûts et commissions pour mettre en place sa politique de meilleure exécution n'a pas pour effet de devoir le conduire à recommander le recours à un concurrent dont les coûts et commissions seraient moins élevés.
- Le PSI n'est pas tenu de dévoiler à ses clients les coûts qui entrent en ligne de compte dans l'évaluation qu'il mène des différents lieux d'exécution afin d'élaborer ou de réviser sa politique d'exécution (cf. article 21.3 & 4 de la directive MIF et article 46 de la directive d'application).
- L'AMF sera attentive à ce que les coûts et commissions qui entrent en ligne de compte dans cette évaluation ne soient pas établis d'une façon qui introduirait une « discrimination inéquitable entre les lieux d'exécution » (article 44.4 de la directive d'application). Les conditions précises dans lesquelles sera contrôlé cet aspect feront l'objet d'une réflexion ultérieure avec la profession dans l'objectif d'établir la base à partir de laquelle il sera montré que le choix des systèmes est fait au bénéfice des clients et que la structure des coûts ne vise pas à favoriser un système en particulier.

32. La **Question 4** n'appelle pas de développement supplémentaire par rapport à ceux qui précèdent.

➤ **Paragraphes 45 et 46**

33. La direction générale de ces paragraphes est pleinement approuvée. Toutefois, une lecture *a contrario* du paragraphe 46 peut laisser entendre que les PSI sont quasiment dans l'obligation de prendre en compte tant les coûts d'exécution immédiats que les coûts d'exécution « implicite ». Or, s'il s'agit indéniablement d'éléments qui peuvent entrer en ligne de compte dans la définition de la politique d'exécution, c'est avant tout la responsabilité de chaque PSI de déterminer dans quelles conditions exactes il les prend en compte. C'est finalement en fonction du caractère approprié de la politique d'exécution par rapport à ses besoins qu'un client décidera ou non de confier ses ordres à un PSI plutôt qu'à un autre. L'AFEI et la FBF estiment important que cet aspect ne soit pas occulté.

Par ailleurs, le paragraphe concernant la fiscalité, si l'on comprend bien son objectif, ne rend pas suffisamment compte d'une situation extrêmement complexe. L'AFEI et la FBF soulignent par exemple que, s'agissant des sociétés de gestion, sur lesquelles pèsent aussi une obligation de meilleure exécution, le fait de recourir à un intermédiaire non établi en France les exonère du paiement de l'impôt de bourse, soit un montant en pratique comparable à celui du coût d'intermédiation ...

Pour ces raisons, l'AFEI et la FBF proposent de reformuler ce paragraphe 46 comme suit.

46. Au titre des coûts liés à l'exécution, le PSI devra considérer les coûts suivants :

- les coûts explicites directement liés à l'exécution ;
- les coûts implicites (impact de marché et coût d'opportunité) : le considérant 67 de la directive d'application mentionne seulement, à ce titre, la possibilité de prendre en compte « l'impact sur le marché ou tout autre coût de transaction implicite » parmi les critères susceptibles d'être pris en compte dans certaines circonstances, pour l'exécution d'ordres de clients de détail. Cependant, ces coûts semblent plutôt avoir une importance pour les clients professionnels.

Les modalités selon lesquelles chaque PSI prendra en compte ces différents coûts, notamment en termes de pondération relative, sont aussi de sa responsabilité commerciale et dépendent des caractéristiques de son offre de service. La recherche du meilleur résultat possible auquel doit tendre la politique d'exécution ne constitue pas un objectif absolu, mais un objectif qui se définit par rapport aux attentes des clients et aux choix commerciaux qu'opère le PSI en décidant de répondre plus ou moins précisément à ces attentes.

Le PSI pourra également considérer la fiscalité applicable à l'exécution dans la mesure où elle est susceptible de varier selon le lieu d'exécution.

34. La **Question 5** n'appelle pas de développement supplémentaire par rapport à ceux qui précèdent.

➤ **Paragraphes 47 et 48**

35. Ces paragraphes doivent être approuvés. Il apparaîtrait néanmoins utile de rappeler l'esprit qui les sous-tend : le dispositif de meilleure exécution se justifie parce que l'intermédiaire a une possibilité de choix dans l'exécution de l'ordre ; lorsque le client donne une instruction spécifique, il supprime cette possibilité de choix ... Le paragraphe 47 devrait donc être modifié comme suit :

47. Les instructions spécifiques du client

En respectant les instructions spécifiques données par le client concernant son ordre ou un aspect précis de son ordre, le PSI s'acquitte de son obligation de meilleure exécution (article 21.1 de la directive MIF et article 44.2 de la directive d'application). Le dispositif de meilleure exécution trouve en effet sa source dans la constatation que le PSI a une possibilité de choix dans l'exécution de l'ordre. Or, lorsque le client donne une instruction spécifique, il supprime cette possibilité de choix, et interdit donc la mise en œuvre du dispositif de meilleure exécution au moins pour la partie concernée par l'instruction spécifique.

Le PSI n'est cependant pas exonéré de ses obligations pour les aspects de l'ordre non couverts par les instructions du client (considérant 68 de la directive d'application). Il doit par ailleurs avoir averti ses clients, par l'insertion d'un avertissement dans sa politique d'exécution, que ces éventuelles instructions risquent de l'empêcher d'appliquer les mesures prévues par sa politique en vue d'obtenir la meilleure exécution (cf. article 46.2.c) de la directive d'application).

36. La **Question 6** n'appelle pas de développement supplémentaire par rapport à ceux qui précédent.

➤ **Paragraphes 49 à 53**

37. L'orientation générale de ces paragraphes est pleinement approuvée.

38. La formulation du paragraphe 51 doit être revue dans la mesure où elle introduit une ambiguïté. A proprement parler, ce n'est pas la « *façon d'obtenir le meilleur résultat possible* » qui « *peut être déterminée de façon plus ou moins périodique* », mais la politique d'exécution. Une fois que la politique est fixée, elle s'impose : c'est d'ailleurs pour cela qu'elle doit être révisée périodiquement.

51. La façon d'obtenir, au travers de la politique d'exécution, le meilleur résultat possible peut être déterminée de façon plus ou moins périodique. Selon la nature des ordres, étroitement liée à la nature du client, et selon leur taille par rapport au volume habituellement traité ou encore le type d'instruments concernés, il sera pertinent :

- de décider du lieu d'exécution susceptible de fournir la meilleure exécution possible au cas par cas, avant l'exécution de chaque ordre,
- ou bien d'apprécier quelle est la stratégie d'exécution ou le lieu de négociation le plus approprié non pas à chaque exécution mais de façon périodique. Tel est le cas par exemple de l'exécution des ordres présentant des caractéristiques « standard » permettant une exécution automatisée, comme par exemple l'exécution d'ordres de clients particuliers.

39. Le paragraphe 52 est particulièrement approprié. Reconnaître que pour l'exécution des ordres de réseau, il n'y a pas nécessairement obligation d'arbitrage entre différents lieux d'exécution, ordre par ordre, constitue un facteur de diminution sensible des coûts. Par rapport à l'enjeu réel d'un tel arbitrage, cette orientation est tout à fait judicieuse.

40. Il n'est pas possible de répondre à la **Question 7** : les situations envisageables sont trop diverses pour imaginer pouvoir les rassembler ici. En tout état de cause, il ne peut y avoir de schéma univoque. Il appartient à chaque PSI, au regard des choix commerciaux qu'il fait par rapport à sa stratégie et aux attentes des clients, de déterminer s'il souhaite avoir plusieurs politiques d'exécution ou non, et sur la base de quels critères il les différencie.

Dans un secteur soumis à une aussi forte concurrence que celui de l'exécution d'ordres, c'est en réalité la demande des clients qui va structurer l'offre.

L'AFEI et la FBF sont en revanche intéressées à examiner avec l'AMF au terme de quelques mois de fonctionnement du dispositif les tendances qui se dégagent.

➤ **Paragraphes 54 à 58**

41. L'orientation générale de ces paragraphes est pleinement approuvée. Au paragraphe 57 toutefois, en cas d'accès indirect à un lieu d'exécution, il pourrait être approprié de renvoyer aux développements qui figurent aux paragraphes 83 et suivants.

En réponse à la **Question 8**, l'AFEI et la FBF ne voient pas d'autres éléments à prendre en compte.

➤ **Paragraphes 59 à 66**

42. Le paragraphe 59 devrait être adapté pour être en ligne avec le paragraphe 25.

59. Les PSI doivent « fournir des informations appropriées à leurs clients sur leur politique d'exécution » et « obtenir leur consentement préalable sur la politique d'exécution ». Cela signifie que les PSI devront décrire dans leur politique d'exécution ce qui est utile au client pour qu'il se détermine sur le choix de son prestataire en fonction de la nature et de la qualité des dispositifs relatifs à l'exécution d'ordres. Cette information devra être adaptée au client. La possibilité qu'ont les PSI de ne pas refléter dans leur politique toute la complexité des dispositifs qu'ils mettent en œuvre devrait d'ailleurs faciliter leur obligation d'avoir une description compréhensible par les clients auxquels ils s'adressent (cf. ci avant § 25).

43. Une adaptation mineure de formulation devrait être opérée au paragraphe 60.

60. Les informations minimales devant figurer dans la politique d'exécution sont ainsi précisées dans la directive de niveau 2 :

- l'importance relative attribuée aux facteurs listés à l'article 21.1 de la directive MIF (prix, coût, rapidité et probabilité d'exécution etc.) sur la base des critères listés dans la directive d'application (caractéristiques du client, caractéristiques de l'ordre, caractéristiques des instruments financiers concernés, caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels l'ordre peut être dirigé) ;
- une liste des lieux d'exécution considérés par le PSI comme en mesure de lui permettre d'honorer son obligation de prendre toutes les mesures raisonnables en vue d'obtenir avec régularité le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de ses clients ;
- un avertissement clair précisant qu'en cas d'instructions particulières données par un client, le PSI risque d'être empêché, en ce qui concerne les éléments couverts par ces instructions, de prendre les mesures prévues et appliquées dans le cadre de sa politique d'exécution en vue d'obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution de ces ordres.

44. L'AFEI et la FBF considèrent particulièrement appropriée la possibilité reconnue au paragraphe 63 de recueillir l'accord du client sur la politique d'exécution via un « accord tacite ».

45. La notion d' « accord exprès » utilisé au paragraphe 64, et repris de la directive, demanderait à être précisé. Il serait particulièrement utile qu'un tel accord puisse résulter d'un accord oral (téléphonique). Les enregistrements téléphoniques n'étant conservés que pendant une durée relativement courte par rapport à la règle des cinq ans que pose la directive, il serait en outre possible d'imaginer que cet accord exprès est suffisamment établi par l'observation qu'avec ce client, des opérations en dehors des marchés organisés ont été effectuées sur une période qui couvre au moins celle de la conservation de l'enregistrement.

L'AFEI et la FBF rappellent en effet que cette disposition relative à l'accord exprès, à l'origine de laquelle se trouve particulièrement la France, a été insérée dans l'optique de la suppression de l'obligation de concentration sur le marché actions. Or, certains marchés, comme le marché obligataire, fonctionnent de façon tellement importante en dehors des marchés organisés que beaucoup de clients n'imaginent même pas que leurs ordres puissent être exécutés autrement que de gré à gré ... Recueillir auprès de ces clients un accord écrit peut en pratique imposer des contraintes administratives extrêmement lourdes dont l'intérêt demanderait à être précisé par rapport à l'enjeu en cause.

S'il n'est pas nécessairement utile de chercher à traiter très rapidement ce point, il apparaît en revanche indispensable qu'une interprétation harmonisée soit développée au niveau européen, en prenant en compte les types de marchés concernés.

46. Le paragraphe 65 doit être précisé dans la mesure où l'information communiquée au client a pour effet de modifier la base contractuelle de sa relation avec le PSI.

65. Les PSI devront enfin communiquer à leurs clients toute modification importante de leur dispositif ou de leur politique d'exécution. Cette communication a pour effet de modifier la base sur laquelle le contrat est noué avec le client (cf. ci avant § 62). Aussi, sauf dans les situations où elle concerne la possibilité de traiter les ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF alors que cela n'était pas antérieurement prévu (situations pour lesquelles un accord exprès est indispensable), il convient de prévoir alors un mécanisme d'approbation tacite : « le fait de continuer à passer des ordres vaudra approbation des modifications apportées à la politique d'exécution ». Le même type d'accord tacite peut être prévu, mais pour autant que cela constitue effectivement une modification importante, dans les situations où, alors que la possibilité d'exécuter en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF était déjà prévu, il y ajout d'un nouveau lieu d'exécution ne constituant pas un marché réglementé ou un MTF.

47. Sous réserve des observations précédentes, la **Question 9** n'appelle pas de commentaire particulier.

➤ **Paragraphes 67 à 79**

48. De manière générale, l'AFEI et la FBF souhaitent souligner la qualité de l'approche ici menée sur un problème complexe, où force est de reconnaître que les discussions menées lors de l'élaboration de la directive MIF comme de sa directive d'application n'ont pas permis d'aboutir de façon satisfaisante.

Pour éviter toute ambiguïté, certaines clarifications et améliorations doivent toutefois être apportées, même si les discussions menées antérieurement avec les services de l'AMF mettent en évidence que sont connues et déjà largement cernées les problématiques inhérentes aux opérations de tenue de marché et sur produits « sur mesure ».

49. Sont ainsi plus notamment en cause les paragraphes 73 à 75 d'une part, les paragraphes 77 à 79 d'autre part. Pour que soit bien appréhendé le contexte dans lequel se situe leurs propositions rédactionnelles, l'AFEI et la FBF souhaitent souligner une nouvelle fois que le dispositif de meilleure exécution n'a de sens que dans un environnement où, le PSI ayant une latitude de choix quant aux conditions (en termes de prix, coût, rapidité, probabilité de l'exécution et du règlement, taille, caractéristiques de l'ordre, ou toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre) dans lesquelles il exécutera la mission confiée par son client, il est normal de chercher à poser certains principes qui assurent que le PSI va exercer ce choix de façon « professionnelle ».

Or, s'agissant des opérations de tenue de marché ou sur produits « sur mesure », aucune possibilité de choix de cette nature n'existe.

- ✓ Dans une opération de tenue de marché, la constatation que le client accepte un prix qui lui est proposé par le PSI ne constitue pas seulement un accord sur ce prix, mais aussi sur toutes les composantes de l'opération : contrepartie / venue face à laquelle elle est traitée, modalités de règlement-livraison ... Le PSI n'a ainsi plus aucune possibilité de choix lorsque le client a accepté le prix qui lui est proposé.

- ✓ Dans une opération sur produit « sur mesure », les choix qu'il appartient au PSI d'effectuer sont d'une toute autre nature que ceux qui fondent les règles de meilleure exécution. Il ne s'agit pas pour lui de déterminer les meilleures conditions d'exécution telles qu'elles ont été précédemment rappelées (prix, coût, rapidité ...) mais d'abord de créer le produit conformément aux desideratas du client (d'où d'ailleurs la notion de produit « sur mesure »). En ce sens, son rôle est d'abord un rôle de conseil de son client.

50. Les opérations de tenue de marché et sur produits « sur mesure » présentent ainsi une caractéristique commune dans la mesure où elle ne correspondent pas à des situations dans lesquelles le PSI, au travers d'un ordre, est chargé d'exécuter une mission pour le compte du client mais où le PSI et le client se mettent ensemble d'accord sur une opération dont chacun sera la contrepartie de l'autre.

- ✓ Dans une opération de tenue de marché, le client demande un prix au teneur de marché pour, en fonction de ce prix, comparé aux autres propositions qu'il aura suscitées par ailleurs, choisir de traiter avec lui ou un autre teneur de marché.
- ✓ Dans une opération sur produit « sur mesure », le client demande d'abord une capacité à « monter » un produit qui répond à ses attentes : il faut d'ailleurs observer que certains de ses produits sont créés sur la base de véritables procédures d'appel d'offre menées par les clients, qui peuvent certes porter sur un produit préalablement défini, mais qui sont aussi souvent des appels d'offre « d'idées », dans lesquels chaque PSI est appelé à proposer les produits les mieux adaptés aux besoins du client. En fonction du produit qui lui sera finalement présenté au terme de ce qui constitue souvent un véritable processus de négociation, et du prix auquel il lui sera proposé, le client décidera ou non de traiter avec le PSI en cause.

51. Au surplus de ces arguments qui devraient être amplement suffisants pour démontrer l'inapplicabilité des règles de meilleure exécution, il convient aussi de prendre en compte la dimension particulière que revêt le facteur risque, propre à chaque PSI, dans les propositions de cotation qui peuvent être formulées à l'égard du client.

Lorsqu'en effet, dans une opération de tenue de marché ou sur produits « sur mesure », le PSI accepte de devenir la contrepartie de son client, il accepte aussi un certain type et niveau de risque. Or, ce risque qui est bien évidemment intégré dans le prix proposé au client, est profondément variable selon chaque PSI : en fonction non seulement de sa politique interne de risque, mais aussi de sa position sur les différents risques concernés au moment où il effectue sa cotation. C'est bien sûr vrai pour les opérations de tenue de marché où, par exemple, un PSI pourra ainsi offrir à un client un prix très intéressant par rapport à ce que propose la concurrence tout simplement parce que, compte tenu de l'état de son book (ensemble de ses positions à l'achat et à la vente), réaliser l'opération à ce moment là est l'occasion pour lui de rééquilibrer sa position. C'est encore plus vrai dans les opérations sur produits « sur mesure » qui intègrent différentes composantes dont la couverture peut être plus ou moins aisée en fonction des autres risques que le PSI porte par ailleurs.

52. Les éléments ainsi rappelés mettent en exergue la différence fondamentale qui existe entre les opérations de tenue de marché et sur produits « sur mesure » d'une part, les opérations d'exécution d'ordres (essentiellement sur actions d'ailleurs) qui ont été seules au centre des débats ayant présidé à la mise en place du dispositif de meilleure exécution. La frontière qui délimite l'application de la meilleure exécution n'est ainsi pas, comme le rappelle d'ailleurs le considérant 69 de la directive d'application, que

le produit est traité en OTC ou non, mais que les conditions de réalisation de l'opération permettent ou non de considérer qu'il y a exécution d'un ordre au sens où on l'entend habituellement.

53. Si l'AMF estimait pour autant qu'au motif notamment des discussions qui s'entament au sein de CESR sur l'interprétation des règles de meilleure exécution, il ne lui est pas possible de refléter aussi précisément dans son interprétation l'inapplicabilité du dispositif aux opérations de tenue de marché et sur produits « sur mesure », l'AFEI et la FBF souhaitent alors qu'à tout le moins la position exprimée à ce stade reflète, comme cela est d'ailleurs déjà partiellement le cas, les éléments qui viennent d'être soulignés et qui montrent toutes les difficultés que susciterait l'application du dispositif de meilleure exécution à ces opérations.

L'AFEI et la FBF sont par ailleurs tout à fait désireuses de participer activement aux réflexions ultérieures qui pourraient être menées sur ce point, que ce soit par l'AMF seule pour conforter son appréciation actuelle ou par CESR. Sauf à profondément déstabiliser aujourd'hui un marché pour lequel aucun dysfonctionnement majeur n'a été mis en exergue, il est en effet extrêmement important que les régulateurs disposent de tous les éléments d'appréciation pertinents avant de prendre une décision. Or, cela ne peut résulter que d'un dialogue approfondi avec les représentants de l'industrie, surtout s'agissant de produits aussi « techniques » que les produits « sur mesure ».

54. Les propositions de rédaction que formulent l'AFEI et la FBF sont directement inspirées de ces considérations. L'AFEI et la FBF souhaitent pouvoir avoir l'occasion de rediscuter avec l'AMF de la formulation qui sera finalement adoptée dans le cadre de cette interprétation.

55. Les paragraphes 67 et 68 reposent nécessairement sur l'idée, déjà énoncée (cf. supra n° 16 et 35), que la meilleure exécution est une « garantie » accordée au client dans les situations où il confie, à un intermédiaire, au travers d'un ordre, le soin d'exécuter une mission pour son compte, indépendamment du fait que l'intermédiaire choisisse ou non au final d'exécuter cette mission en mettant en face du client son compte propre.

Il convient que la rédaction le reflète plus clairement.

5.1. Les questions que soulève la rédaction de l'article 21 de la directive-cadre

67. ~~Les questions que soulève la rédaction de l'article 21 de la directive-cadre~~ L'article 21 de la directive MIF vise les mesures que les PSI doivent mettre en oeuvre lors de l'exécution des ordres de leurs clients et est applicable à tous les instruments financiers. L'objectif est de garantir au client que, lorsqu'il charge un PSI de la mission d'exécuter un ordre, celui-ci mettra en oeuvre, dans les choix qu'il lui appartient d'opérer, une procédure comportant un certain nombre d'éléments assurant que les « meilleures conditions d'exécution » ont été effectivement recherchées pour cet ordre (cf. ci avant § 16bis et 47). Cet article est particulièrement adapté au traitement des ordres passés par les clients sur les marchés où le prestataire de services d'investissement agit en qualité d'intermédiaire entre ces clients et un marché ou un autre prestataire, ledit intermédiaire ayant ensuite le devoir d'exécuter cet ordre au mieux des intérêts du client en choisissant pour lui le meilleur mode d'exécution, parmi lesquels éventuellement son compte propre.

68. Il existe cependant des organisations de marché ou des transactions portant sur des instruments spécifiques qui ne reposent pas sur l'exécution d'ordres de clients telle que dans la situation décrite ci-dessus. Il en est ainsi des transactions sur certains instruments financiers plus ou moins standardisés, habituellement négociés de gré à gré, mettant en jeu le compte propre de l'intermédiaire. S'il ne fait pas de doute que les PSI peuvent négocier pour compte propre sans forcément exécuter un ordre de client, il est également vrai que, dans certaines situations, le prestataire qui négocie en compte propre le fait pour exécuter l'ordre d'un client. Il doit alors être tenu au respect de l'article 21.

56. La première phrase du paragraphe 71 constitue un intertitre qui doit être sorti.

5.2. Les éléments de réponse apportés par les textes

71. ~~Les éléments de réponse apportés par les textes~~ **Le régime des contreparties éligibles.** L'application de la DSI avait mis en lumière la difficulté d'appliquer des règles destinées à protéger des clients à des entités avec lesquelles le PSI traite sur un pied d'égalité. Cette difficulté a été à l'origine de l'introduction, dans la directive MIF, de la catégorie des contreparties éligibles à l'égard desquelles les PSI ne sont pas tenus au respect de la règle de meilleure exécution lorsqu'ils concluent des transactions avec elles, ou lorsqu'ils suscitent des transactions entre elles. Ce régime est susceptible de clarifier la situation décrite ci-dessus concernant les situations dans lesquelles il n'existe pas à proprement parler d'exécution d'ordres de clients. Cependant, les contreparties éligibles peuvent opter pour être traitées comme client professionnel et bénéficiaire de la règle de meilleure exécution.

57. Il sera observé que par erreur, le paragraphe 72 inclut une référence au considérant 70 alors que c'est manifestement le considérant 69 qui doit être visé.

58. Les paragraphes 73 à 75 sont modifiés conformément aux observations formulées précédemment (cf. supra n° 48 et s.).

5.3. Les questions qui subsistent

73. Les marchés de teneurs de marché

Un certain nombre de marchés, parfois organisés, souvent de gré à gré, fonctionne sur la base d'une mécanique de tenue de marché. Le teneur de marché est un PSI qui, à la demande d'un client, lui fournit un prix auquel il est prêt à traiter, à l'achat ou à la vente, la quantité de titres que souhaite le client. Le prix proposé par le teneur de marché prend en compte différentes considérations parmi lesquelles :

- l'offre de ses concurrents, le client s'adressant le plus souvent simultanément à plusieurs teneurs de marché ;
- son « appétit » commercial : « ai-je envie d'offrir un prix, voire un « bon » prix à ce client » ;
- l'état de son book, qui constitue la somme de ses positions à l'achat et à la vente.

Ainsi, un teneur de marché ne répond pas systématiquement un prix à toute personne qui le lui demande : certains ne travaillent qu'avec certains types de clients. Un teneur de marché peut faire un prix à un client sans chercher absolument à lui faire un « bon prix, parce qu'il estime que cela n'est pas son intérêt commercial. Au contraire, un teneur de marché peut faire un « très bon » prix, parce qu'il cherche à entrer en relations d'affaires avec ce client.

Dans le même temps, un teneur de marché peut faire un « très bon prix » à un client envers lequel il n'a pas d'intérêt commercial particulier, simplement parce qu'au regard de son book, il lui offre la possibilité de déboucler une position.

Aujourd'hui, ces marchés de teneurs de marché sont appuyés par des systèmes d'information au travers desquels les teneurs de marché affichent, à l'achat et/ou à la vente, les prix auxquels ils sont prêts à traiter des quantités qu'ils indiquent par ailleurs. Ces prix peuvent être simplement indicatifs, reflet d'une intention qui ne les engage que commercialement (mais quel teneur de marché peut durablement se permettre de traiter systématiquement à un moins bon prix que celui qu'il affiche ?). Les prix peuvent aussi être fermes, matérialisant l'engagement de traiter au prix affiché.

74. Ayant constaté que le dispositif de meilleure exécution se justifie dans les situations où, le client confiant une mission au PSI, il est nécessaire qu'il ait l'assurance que cette mission soit menée dans certaines conditions (voir ci avant § 16bis, 47 et 67), il apparaît que son application ne serait pas ici justifiée. Le client ne confie en effet aucune mission au PSI, il lui demande un prix pour une quantité à l'achat ou à la vente, à charge pour lui de décider ensuite s'il souhaite ou non conclure la transaction sur la base qui lui est proposée.

Il sera observé au demeurant que cette acceptation est en tout état de cause constitutive d'un ensemble d'instructions spécifiques au sens du dispositif de meilleure exécution. En acceptant le prix, le client ne donne pas seulement une instruction spécifique sur celui-ci mais également sur la personne avec laquelle il traite (le PSI) et les conditions de réalisation de la transaction, ces opérations s'inscrivant dans le cadre de contrats standardisés ou de pratiques de marché bien établies.

74bis La difficulté toutefois est qu'il n'est pas toujours possible d'établir une distinction claire entre les situations de tenue de marché « pures » où le dispositif de meilleure exécution n'a pas vocation à s'appliquer et celles où, en revanche, il doit s'appliquer. Par exemple, s'agissant du marché obligataire, qui pour une part quasi absolue en termes de volume, fonctionne sur un principe de tenue de marché, certains PSI peuvent pourtant, de manière non exclusive, agir en qualité d'intermédiaire : pour le compte d'un client, ils constituent une position (en général sur des titres faiblement liquides), parfois sur plusieurs jour, qui, *in fine*, sera débouclée, face au client à un prix qui, non seulement inclut la valeur des titres, mais également le travail de conseil et de recherche qui a été effectué pour le client.

74ter Il appartient aux PSI de vérifier qu'ils sont dans une situation où le dispositif de meilleure exécution ne trouve pas à s'appliquer. Cela peut passer par la mise en place d'une base contractuelle avec le client dans laquelle le PSI établit clairement les catégories d'instruments pour lesquelles :

- soit il agira uniquement en tant que teneur de marché, non soumis en tant que tel aux dispositions de meilleure exécution ;
- soit il agira par principe en tant que teneur de marché, non soumis en tant que tel aux dispositions de meilleure exécution, mais que sur instruction spécifique du client, il pourra agir en tant qu'intermédiaire soumis alors aux dispositions de meilleure exécution.

75. Dans cette perspective, l'AMF envisage d'ailleurs de conserver la règle établie par l'article 321-77 du RG AMF qui prévoit que « Le prestataire habilité s'assure qu'un collaborateur qui effectue une transaction à un prix différent d'un prix de marché disponible pour cette transaction au moment de sa réalisation peut en expliquer les raisons sur requête de l'AMF. »

Les procédures qui ont en effet été mises en place chez les prestataires pour assurer le respect de cette disposition fourniront en effet aux services de l'AMF une base particulièrement utile pour vérifier que des détournements à la règle de meilleure exécution ne sont pas réalisés.

59. L'AFEI et la FBF soulignent particulièrement que la reformulation ainsi opérée des paragraphes 73 à 75 permet une approche pragmatique et équilibrée, qui n'exclut pas qu'ultérieurement elle puisse être adaptée en fonction des retours d'expérience auxquels donnera lieu la mise en place du dispositif (voir en ce sens proposition de rédaction du paragraphe 79). Elles rappellent par ailleurs que les clients bénéficient en tout état de cause de l'ensemble de l'information prévue par la directive MIF ainsi que de l'application du test du caractère approprié du service offert.

En tout état de cause, si l'AMF n'estimait pas utile de reprendre cette formulation, l'AFEI et la FBF souhaiteraient alors pouvoir en connaître les raisons précises et examiner les solutions alternatives envisageables.

60. La formulation du paragraphe 76 doit être adaptée pour éviter toute ambiguïté. Comme cela a été exposé précédemment (cf. supra n° 48 et s.), il s'agit plus notamment de prendre en compte le fait que « taper » un prix affiché par un internalisateur systématique ne constitue pas seulement une instruction spécifique au regard du prix ou du lieu d'exécution mais un ensemble complet d'instructions spécifiques : « taper » le prix de l'internalisateur, c'est accepter toutes les conditions qui sous-tendent cette offre de prix, et donc ne laisser aucune latitude de choix à l'internalisateur ...

76. **La situation des internalisateurs systématiques.** La problématique des internalisateurs systématiques demande à être précisée dans la mesure où ils peuvent intervenir en qualité d'intermédiaire et de teneur de marché. En tant qu'intermédiaire auquel des clients ont confié l'exécution de leurs ordres, le prestataire est pleinement tenu par les règles de meilleure exécution. Il doit ainsi s'assurer, avant d'exécuter l'ordre sur son système d'internalisation systématique, c'est-à-dire face à son compte propre, que ce lieu d'exécution est, comparé aux autres lieux d'exécution qu'il a pu inclure dans sa politique d'exécution, celui qui permettra effectivement d'obtenir le meilleur résultat pour ses clients. En tant que teneur de marché et internalisateur, il est tenu d'afficher des prix fermes pour des quantités qu'il détermine, il est possible que certains clients demande l'exécution d'une transaction pour ce prix et cette quantité (cf. ci avant § 73 et s.). La situation est alors la même que celle précédemment exposée : lorsqu'il effectue ainsi une transaction, il n'est pas tenu par les règles de meilleure exécution.

61. Pour des raisons similaires à celles exposées en ce qui concerne les teneurs de marché, et dans une perspective elle aussi similaire, l'AFEI et la FBF proposent de refondre les paragraphes 77 à 79.

77. L'application du principe de meilleure exécution à des produits « sur mesure ». Les produits dits « sur mesure » ou « structurés » sont une catégorie particulière d'instruments financiers, caractérisée par le fait qu'ils sont construits pour répondre aux besoins spécifiques d'un client ou d'une catégorie de clients, en combinant en général dans un seul produit de multiples caractéristiques financières. En ce sens, il s'agit de produit « intégré ».

Ces produits peuvent être construits par rapport aux besoins spécifiquement et précisément exprimés par le client : un certain nombre d'entre eux font d'ailleurs l'objet de procédures d'appel d'offre. En règle générale toutefois, parce que c'est justement la valeur ajoutée du PSI que d'être en mesure de proposer une telle expertise, la relation entre le client et le PSI peut être plus complexe : le PSI propose au client, éventuellement après réponse à un appel d'offre, un schéma de produits qui lui paraît en mesure de répondre à ses attentes ; la négociation qui s'ensuit avec le client conduit à préciser, en tant que de besoin, les caractéristiques du produit.

A ce premier élément, qui met en exergue que le PSI n'est pas en train d'exécuter un ordre au sens des règles qui fondent la meilleure exécution, s'ajoute l'observation que la cotation de ces produits par chaque PSI est étroitement liée aux conditions dans lesquelles ils peuvent être couverts compte tenu de sa politique interne de risque et de sa position sur les différents risques concernés.

Ces caractéristiques spécifiques soulèvent la question de l'applicabilité des règles de meilleure exécution à ces produits.

78. A ce stade de la réflexion, l'AMF estime qu'il n'est pas possible d'assimiler la démarche qui conduit à construire un produit « sur mesure » à l'exécution d'un ordre, au sens qui fonde les règles de meilleure exécution. En tout état de cause, même s'il devait s'agir d'exécution d'ordres, alors il semble que l'ordre sur la base duquel est construit le produit « sur mesure » devrait s'analyser comme autant d'instructions spécifiques du client.

Elle observe que les protections dont doit bénéficier le client à cette occasion ressortent beaucoup plus des dispositions qui encadrent la démarche de conseil du professionnel avisé vis-à-vis du client disposant d'un moindre niveau d'expertise.

79. La volonté de l'AMF est ainsi, au moins dans une première phase, d'appliquer le principe de meilleure exécution avec une certaine souplesse en tenant compte de l'objectif assigné à ce principe par rapport à des pratiques et techniques de marché très diverses. Son appréciation pourra cependant évoluer en fonction d'éventuelles réflexions complémentaires, alimentés le cas échéant par les constats qu'elle aura pu faire dans le cadre de ses contrôles.

62. La **Question 10** n'appelle pas de développements supplémentaires par rapport à ceux qui précèdent.

➤ **Paragraphes 80 à 82**

63. Ces paragraphes n'appellent pas d'observation particulière.

➤ **Paragraphes 83 à 104**

64. La description opérée aux paragraphes 83 à 86 est particulièrement claire. Une légère précision paraît seulement utile au paragraphe 85

85. Il existe également des situations, cependant moins fréquentes en termes de nombres de clients ou d'ordres concernés, où les clients, le plus souvent des clients institutionnels, ont :

- d'une part confié l'exécution de leurs ordres à un négociateur, avec lequel ils sont également en relation, pour l'exécution de leurs ordres et éventuellement pour la tenue de compte conservation,
- et d'autre part bénéficiant des conseils d'un PSI agissant uniquement pour faciliter la transmission de leurs ordres et agissant en tant que RTO.

65. Le paragraphe 89 doit être revu dans la mesure où si le négociateur ne connaît pas le client final, l'obligation de meilleure exécution dont il est alors redevable est une obligation vis-à-vis du RTO qui, juridiquement, est pour lui son seul client. En particulier, la citation de l'article 20 de la directive MIF n'est pas appropriée car il ne s'agit pas d'une situation où un PSI donne à un autre PSI l'instruction de fournir un service d'investissement « *au nom d'un client* » : le service est fourni par le négociateur au seul RTO.

89. Lorsque le négociateur n'a pas connaissance directement du client, c'est par rapport au RTO, juridiquement son seul client, qu'il doit mettre en œuvre sa politique de meilleure exécution. Cela signifie plus particulièrement qu'il appartient alors au RTO de mettre en place avec le négociateur les schémas contractuels qui assureront que celui-ci assure l'exécution des ordres dans des conditions compatibles avec les obligations dont il est redevable vis-à-vis du client. En particulier, les ordres des clients du RTO ne pourront être exécutés en dehors d'un marché organisé (MR ou système multilatéral de négociation) que pour autant qu'il aura recueilli leur accord à cette fin. Il lui reviendra d'encadrer sa relation avec le négociateur sur cet aspect.

66. Au paragraphe 90, les termes « *proposition de* » doivent être supprimés, la directive étant adoptée.

67. L'AFEI et la FBF saluent la clarté de l'analyse menée aux paragraphes 91 à 103. La distinction entre « RTO collecteurs d'ordres » et « RTO conseil » est tout à fait opportune.

La **Question 11** n'appelle ainsi pas de commentaire particulier.

➤ **Paragraphes 105 à 117**

68. L'analyse menée est globalement approuvée sous réserve toutefois de la question de l'homogénéité de traitement entre gestion collective et gestion individuelle (cf. infra n° 71).

69. Une modification de formulation paraît devoir être effectuée au deuxième tiret du paragraphe 106.

106. Ces obligations spécifiques (...)

- Pour les clients de détail, c'est le critère du « prix total » reflétant le prix auquel se négocie l'instrument et les coûts liés à l'exécution, qui est prioritaire ; en outre, le gérant est réputé remplir son obligation de « meilleure transmission » au regard des instructions spécifiques que le client a pu donner. Dans le cadre du service de gestion sous mandat, la notion d'instruction spécifique doit être comprise comme une instruction figurant dans le mandat lui-même et encadrant généralement la latitude dont dispose le gérant pour assurer l'exécution des ordres qu'il initie : cas du mandat qui prévoirait que l'exécution ne peut être faite en dehors d'un marché réglementé. En revanche, dans le cadre du mandat aucune instruction spécifique ordre par ordre ne semble envisageable. (...)

70. Un approfondissement de réflexion devrait être envisagé concernant la rédaction des paragraphes 111 et 112. Est-on sûr que pour les gestionnaires ayant de faibles flux d'exécution, il n'y a pas un avantage, dont profite d'ailleurs le client, à opérer une sélection multicritères. Au regard de la seule qualité d'exécution, le gestionnaire devrait choisir un autre négociateur ; mais en prenant aussi en compte la qualité de la recherche, son niveau global de prestations est plus satisfaisant ...

Le paragraphe 113, qui est approuvé, semble justement appuyé par une analyse de cette sorte.

71. En réponse à la **Question 12**, et en lien avec les paragraphes 116 et 117, l'AFEI et la FBF soulignent que, si l'homogénéité de traitement entre gestion individuelle et gestion collective est une question de fond en termes de principe, force est d'observer que l'échelon européen n'a pas souhaité assurer une telle homogénéité. Appartient-il ici à l'AMF de chercher à aller plus loin ?

La question est celle de la distorsion de concurrence au détriment des sociétés de gestion françaises qui peut en résulter par rapport à leurs concurrents européens.

La question est aussi celle de l'utilité d'une telle homogénéisation. Quelle protection supplémentaire se trouvera ici conférée au client ... ?

L'AFEI et la FBF considèrent qu'il n'y a aucune urgence à traiter un point qui peut avoir des conséquences lourdes pour les acteurs nationaux alors que les bénéfices qu'en tireraient les clients n'ont pas été identifiés. Il est ainsi souhaitable que les paragraphes 116 et 117 soient, au stade actuel des réflexions, supprimés de ce document d'interprétation.

➤ **Paragraphes 118 et 119**

72. Ces paragraphes ainsi que la **Question 13** n'appellent pas de commentaire particulier.

➤ **Paragraphes 120**

73. La rédaction du paragraphe 120 conduit à instituer une obligation extrêmement lourde au terme de laquelle les PSI devraient être en mesure de reconstituer, et *a posteriori* (jusqu'à 5 années en arrière !) les conditions de marché existantes à l'époque où un ordre donné a été exécuté de façon à pouvoir démontrer qu'au moment de l'exécution, le PSI a obtenu la meilleure exécution possible compte tenu de sa politique.

L'AFEI et la FBF souhaitent ainsi souligner que :

- ✓ Cette contrainte irait au-delà de l'exigence de l'article 21.5 de la Directive qui prévoit que les « *PSI doivent pouvoir démontrer à leurs clients, à leur demande, qu'ils ont exécutés leurs ordres conformément à leurs politique d'exécution* ». Démontrer, via une piste d'audit par exemple, que toutes les phases de la politique d'exécution ont été suivies n'impose pas de démontrer également que, pour un ordre donné, le meilleur résultat possible a été obtenu dans le marché au moment où il a été exécuté.
- ✓ Cette contrainte nécessiterait en tout état de cause de préciser exactement les données qui doivent être conservées : les exécutions faites sur les différents systèmes de négociation inclus dans la politique d'exécution au moment où l'ordre du client a été traité, les meilleures offres/demandes de ces systèmes de négociation (avec ou sans la profondeur du marché) ...
- ✓ Et même en admettant qu'une masse très importante de données soit conservée, encore faudrait-il « scientifiquement » établir que cela sera suffisant pour reconstituer, *a posteriori*, les mêmes conditions de marché que celles qui prévalaient au moment où l'ordre a été traité.
- ✓ Le coût d'une telle contrainte apparaît exorbitant au regard du bénéfice éventuel qu'elle est en mesure de procurer. Faut-il rappeler que les réclamations des clients concernant l'exécution d'un ordre n'interviennent quasiment jamais au-delà de six mois pour ce qui est des clients de détail, quelques jours pour ce qui concerne les investisseurs professionnels ?

74. Sur un sujet qui peut être totalement dévastateur en termes de compétitivité des établissements implantés en France par rapport à leurs concurrents européens, l'AFEI et la FBF considèrent particulièrement essentiels que l'AMF n'apporte pas une réponse dont la cohérence ne serait pas totalement assurée avec celle de ses homologues européens.

Dans la perspective de cette réflexion, les pistes suivantes, qui nécessiteront d'être discutées de façon approfondie avec les professionnels mais aussi testées dans la réalité « pratique » et « technique », apparaissent envisageables :

- ✓ La mise en œuvre de la politique de meilleure exécution se traduit en en termes de procédures et de systèmes internes propres à chaque PSI. Dans ce contexte, le PSI devrait être en mesure de démontrer à son client que l'ordre a été exécuté conformément à la procédure qu'il a mise en œuvre : montrer que la transaction a été exécuté via la procédure démontre la conformité de la transaction avec la politique.
- ✓ Suivant la prédominance donné aux différents critères dans la politique, la preuve de la conformité de l'exécution des ordres avec ladite politique revient à démontrer que le critère considéré a été atteint (par exemple, si le critère prédominant est celui de la probabilité d'exécution et de règlement, la preuve de l'application de la politique sera que les ordres ont été exécutés et réglés) ; le cas échéant en s'appuyant sur certaines données effectivement conservées ou fournis par un tiers (exemple du critère prédominant du prix).
- ✓ Le PSI pourrait donner aux clients des informations sur les conditions dans lesquelles il réévalue régulièrement la pertinence de sa politique d'exécution. En particulier, le PSI pourrait donner des informations sur les critères sur lesquels il s'appuie pour s'assurer que les systèmes d'exécution retenus permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client.

D'autres solutions peuvent être envisagées, qui relèveront principalement de la capacité des entreprises d'investissement à s'accorder avec leurs clients sur les éléments de preuve qui peuvent être apportés pour prouver le respect de la règle de meilleure exécution. L'expérience montrera si certains de ces éléments de preuve peuvent être déterminés de façon commune, dans le cadre, par exemple de guide de bonnes conduites élaborées par les associations professionnelles

75. L'AFEI et la FBF restent à l'entière disposition de l'AMF pour explorer ces pistes.

