

Meilleure exécution dans le contexte de la directive MIF

Questions – Réponses du CESR

Mai 2007

Cette traduction française effectuée par les services de l'AMF est un outil de travail mis à la disposition des professionnels, elle ne se substitue pas à la version officielle en anglais figurant sur le site du CESR et accessible à partir du lien suivant : <http://www.cesr.eu/index.php?docid=4606>

## Sommaire

Section 1	Contexte et champ
Section 2	Questions – réponses
Section 3	Définitions
Annexe	Réponses de la Commission européenne aux questions du CESR sur le champ d'application

*Introduction*

La directive MIF introduit des principes harmonisés de protection des investisseurs dans l'Union européenne. Les dispositions de la directive en matière de meilleure exécution constituent une part importante de ces règles de protection dans la mesure où elles ont pour but tant de favoriser l'efficacité du marché en général et les meilleurs résultats possibles en termes d'exécution pour les investisseurs pris individuellement.

Les débats au sein du Forum de mise en oeuvre du CESR ont montré que de nombreux Etats membres et autorités compétentes mettront en oeuvre les dispositions de la directive en matière de meilleure exécution en introduisant directement les termes de la directive dans leur cadre législatif et réglementaire. Leur reprise fidèle assurera une harmonisation des textes de niveau 1 et 2. Au-delà, il appartient aux autorités compétentes de chaque Etat membre d'interpréter et de veiller au respect de ces règles harmonisées.

Dans la mesure où l'harmonisation de la réglementation en matière de meilleure exécution est un objectif essentiel sous-jacent de la directive, le CESR a un rôle important à jouer en faveur de la convergence en ce domaine. Dans cet objectif, le CESR a exposé les vues de ses membres sur un ensemble de sujets relatifs à la meilleure exécution dans le document de consultation référencé CESR/07-050b publié en février 2007. Le CESR a publié une synthèse des résultats de la consultation dans un document référencé CESR/07-321.

*Objectifs du document Questions-Réponses*

Le CESR a établi le présent document afin de clarifier les aspects-clés du document de consultation. Le format « Questions-Réponses » a été choisi de façon à présenter son avis de façon aussi accessible que possible et afin de faciliter le respect des règles par les entreprises d'investissement et la convergence entre les autorités compétentes. Ce Questions-Réponses présente l'avis du CESR sur des questions pratiques soulevées par les entreprises d'investissement et par les autorités compétentes sur la façon dont les entreprises devraient respecter le régime de meilleure exécution. Dans ce document, le CESR n'impose pas d'exigence sur les entreprises d'investissement ni ne va au-delà de ce qu'imposent déjà les directives. Il explique les vues du CESR sur la façon dont les entreprises peuvent respecter les directives dans des circonstances et situations particulières qui ont été mises en avant par les parties intéressées.

*Statut du document*

Les membres du CESR utiliseront ce document de Questions-Réponses de façon volontaire dans leur surveillance au jour le jour. Ce document ne constitue pas un acte législatif européen et ne nécessite pas d'action législative au plan national.

La Commission européenne a participé en tant qu'observateur aux travaux de CESR sur la meilleure exécution.

Ce document de Questions Réponses n'a pour objet que de favoriser la convergence dans la supervision et est sans préjudice du rôle de la Commission européenne de gardienne des traités.

#### *Champ d'application du régime de meilleure exécution*

Le 15 novembre 2006, le CESR a posé trois questions à la Commission européenne sur les travaux entamés en matière de meilleure exécution :

1. Dans quelles circonstances les obligations en matière de meilleure exécution s'appliquent-elles aux entreprises qui travaillent uniquement en fournissant des prix auxquels elles traitent par la suite ?
2. Quel peut être le champ couvert par les instructions spécifiques du client ?
3. Dans quelles circonstances les firmes gérant des portefeuilles et celles recevant et transmettant des ordres « exécutent-elles » des ordres de clients ?

La réponse de la Commission figure en annexe au présent document mais n'en fait pas partie en tant que telle. Le CESR n'aborde pas la question du champ d'application de l'obligation de meilleure exécution dans ce document de Questions Réponses, et ne traite pas non plus de la façon dont la meilleure exécution s'applique sur les marchés de teneurs de marché « dealers ».

Le groupe d'experts de niveau 3 du CESR a envisagé de conduire une nouvelle consultation publique à la suite de la réponse de la Commission et a demandé son avis sur cette possibilité au Groupe de travail consultatif MIF afin d'avoir l'avis d'un ensemble plus large de parties prenantes. A la suite de l'avis du Groupe de travail, le CESR considère que la réponse de la Commission constitue une base suffisante pour l'application des textes et qu'il n'est pas nécessaire de poursuivre les travaux à ce stade.

#### *Travaux ultérieurs*

Lorsqu'il définira son futur programme de travail, le CESR envisagera d'examiner comment les obligations en matière de meilleure exécution sont appliquées ainsi que toute demande de la part de la Commission, du Groupe de travail consultatif et d'autres parties prenantes.

Q 1 Quelles dispositions de la Directive MIF ont trait à la meilleure exécution ?

1.1 Le principe de meilleure exécution de la directive MIF est défini comme suit. L'article 21 de la directive de niveau 1 et les articles 44 et 46 de la directive de niveau 2 définissent les obligations applicables aux entreprises d'investissement proposant le service d'exécution d'ordres pour le compte de clients sur des instruments financiers entrant dans le champ de la directive MIF et, indirectement via l'Article 45(7), aux entreprises d'investissement proposant le service de gestion de portefeuilles, lorsqu'elles exécutent des décisions d'investissement pour le compte de portefeuilles de clients.

1.2 L'article 45 de la directive de niveau 2 (édicte en application de l'article 19 de la directive de niveau 1) définit les obligations applicables (i) aux entreprises d'investissement proposant le service de réception et transmission d'ordres, lorsqu'elles transmettent ces ordres à d'autres entités pour exécution et (ii) aux entreprises d'investissement proposant le service de gestion de portefeuilles, lorsqu'elles placent des ordres résultant de décisions d'investissement sur des instruments financiers auprès d'autres entités pour exécution, pour le compte de portefeuilles de clients. Il existe des considérants relatifs à ces dispositions (considérant 33 de la directive de niveau 1 et considérants 66 à 76 de la directive de niveau 2).

1.3 Les réponses au document de consultation ont souligné que certaines entreprises d'investissement peuvent fournir différents services d'investissement aux mêmes clients. Par exemple, une entreprise d'investissement peut avoir le choix entre transmettre un ordre pour le compte d'un client à une autre entité pour exécution ou exécuter elle-même cet ordre. De la même façon, une entreprise d'investissement peut avoir le choix de passer des ordres, résultant de ses décisions d'investissement pour le compte de portefeuilles de clients, auprès d'autres entités pour exécution ou bien exécuter elle-même ces décisions. Afin de tenir compte de ces possibilités, ce Question-Réponse (Q&A) se réfère aux entreprises qui « exécutent des ordres ou des décisions d'investissement » et aux entreprises qui « transmettent ou placent des ordres auprès d'autres entités pour exécution » au lieu d'utiliser les termes de « gestionnaires de portefeuilles », de « RTO » et « d'entreprises d'investissement qui exécutent des ordres pour le compte de clients. » Lorsque le Q&A ne fait référence qu'aux entreprises d'investissement qui exécutent des ordres pour le compte de clients, il vise les entreprises qui « exécutent des ordres. » Le Q&A fait référence à l'ensemble de ces entreprises de façon collective en parlant « d'entreprises d'investissement qui traitent des ordres. »

Q 2 Qu'est-ce que l'exigence globale de meilleure exécution ?

2. L'exigence globale de meilleure exécution de la directive MIF impose aux entreprises d'investissement de prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients, en tenant compte du prix, des coûts, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et de règlement, de la taille, de la nature de l'ordre et de toute considération pertinente pour l'exécution d'un ordre. Le CESR considère cette exigence comme générale et globale. Cf. Q3.

Q 3 Que doivent faire les entreprises d'investissement pour respecter cette exigence globale de meilleure exécution ?

3.1 Cette exigence globale de meilleure exécution établit un principe général, qui offre aux entreprises d'investissement une grande flexibilité quant à la manière de la respecter. Cependant, la directive MIF exige des entreprises d'investissement qu'elles respectent un certain nombre de dispositions spécifiques.

3.2 Les entreprises d'investissement qui exécutent des ordres ou des décisions d'investissement doivent mettre en place « des dispositifs d'exécution » ainsi qu'une « politique d'exécution » (article 21) afin de se conformer à l'exigence globale de meilleure exécution. De la même façon, les entreprises d'investissement qui transmettent ou placent des ordres auprès d'autres entités pour exécution doivent établir une « politique » (article 45) afin de se conformer à cette obligation globale de meilleure exécution. Ainsi, l'ensemble de ces entreprises d'investissement doit traiter des ordres pour le compte de clients conformément à leurs politiques et/ou dispositifs (d'exécution.)

3.3. Afin de se conformer à l'exigence globale de meilleure exécution, les entreprises d'investissement doivent s'assurer que les politiques et/ou dispositifs (d'exécution) appropriés sont effectivement mis en place pour le traitement de tous les ordres. Cependant, les entreprises d'investissement n'ont pas pour obligation d'obtenir le meilleur résultat possible pour chaque ordre ; elles doivent plutôt appliquer leurs politiques (d'exécution) à chaque ordre dans l'objectif d'obtenir le meilleur résultat possible conformément à leur politique (d'exécution).

3.4 Toutes les entreprises d'investissement qui traitent des ordres doivent également donner à leurs clients des « informations pertinentes » concernant leurs politiques (d'exécution) et également surveiller et réexaminer les résultats qu'elles obtiennent. Cf. Q13 - Q18 et Q22-24.

Q 4 Que doit contenir la politique d'exécution d'une entreprise qui exécute des ordres pour le compte de clients ou des décisions d'investissement pour le compte de portefeuilles de clients ?

4.1 Une politique d'exécution doit définir la stratégie d'une entreprise d'investissement pour obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients, y compris les mesures clés que l'entreprise d'investissement prend pour se conformer à l'exigence globale de meilleure exécution et la façon dont ces mesures lui permettent d'obtenir le meilleur résultat possible.

4.2 La politique d'exécution doit également rendre compte de l'importance relative attribuée par l'entreprise d'investissement aux facteurs de la meilleure exécution, ou du procédé utilisé pour définir cette importance relative, lors de l'exécution d'ordres ou de décisions d'investissement de clients. Elle doit aussi comporter des informations sur la façon dont ces facteurs influent sur le choix de l'entreprise d'investissement concernant les lieux d'exécution à intégrer dans sa politique d'exécution.

4.3 La politique d'exécution doit également préciser les lieux d'exécution que l'entreprise d'investissement utilise. L'article 21(3) précise que la politique d'exécution « ... inclut au moins les systèmes qui permettent à l'entreprise d'investissement d'obtenir, dans la plupart des cas, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres des clients. » Selon le CESR, cette disposition signifie que les entreprises d'investissement doivent inclure certains lieux dans leur politique et non que la politique peut omettre d'autres lieux d'exécution utilisés par l'entreprise d'investissement. Une entreprise d'investissement peut cependant, dans certains cas, utiliser des lieux non inclus dans sa politique, par exemple, de façon temporaire ou pour satisfaire à la demande d'un client qui souhaite négocier sur un instrument inhabituel, avec pour objectif le respect de l'obligation globale de meilleure exécution. Cf. Q13 à Q15 sur l'information du client sur la politique d'exécution.

Q 5 Qu'est-ce que les dispositifs d'exécution et en quoi sont-ils différents de la politique d'exécution ?

5. Les « dispositifs d'exécution » sont les moyens que l'entreprise d'investissement utilise pour obtenir le meilleur résultat possible quand elle exécute des 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 d'exécution. Cf. [Q7].

Q 6 Que doit contenir la politique d'une entreprise d'investissement transmettant ou plaçant des ordres auprès d'autres entités pour exécution ?

6.1 La « politique » est le moyen employé par l'entreprise d'investissement pour obtenir le meilleur résultat possible pour ses clients lorsqu'elle transmet ou place des ordres auprès d'autres entités pour exécution.

6.2 La politique doit notamment exposer la stratégie de l'entreprise d'investissement, les mesures clés prises pour se conformer à l'exigence globale de meilleure exécution et la façon dont ces mesures permettent à l'entreprise d'obtenir le meilleur résultat possible.

6.3 Cette politique doit également rendre compte de l'importance relative, ou du procédé utilisé pour définir cette importance relative, que l'entreprise d'investissement attribue aux facteurs de meilleure exécution lorsqu'elle traite des ordres de clients, ainsi que des informations sur la façon dont ces facteurs influent sur le choix de l'entreprise concernant les entités à intégrer dans sa politique.

6.4 Cette politique doit également mentionner les entités que l'entreprise d'investissement utilise. Cependant, dans des cas exceptionnels, une entreprise d'investissement peut utiliser des entités non mentionnées dans sa politique (Cf. Q4). Cf. Q13 et Q16 sur l'information du client sur la politique.

Q 7 Dans quelle mesure le contenu d'une politique (d'exécution) doit-il être différencié ?

7.1 L'entreprise d'investissement doit différencier sa politique (d'exécution) de façon à pouvoir se conformer à l'exigence globale de meilleure exécution.

7.2 Le nombre de sous-ensembles contenus dans la politique (d'exécution) dépendra entre autres des types de clients de l'entreprise d'investissement, des types d'instruments financiers pour lesquels elle accepte des ordres et des lieux et entités d'exécution pertinents disponibles pour ces instruments.

7.3 La politique (d'exécution) d'une entreprise d'investissement doit au moins aborder les différentes catégories d'instruments pour lesquels elle traite des ordres, par exemple des actions, des titres de dette, des parts d'organismes de placement collectif et des instruments dérivés (qui, le cas échéant, devront également être divisés en instruments traités sur marchés réglementés et produits OTC). La politique (d'exécution) devra également aborder la différence entre les clients non professionnels et les clients professionnels dans la mesure où l'entreprise d'investissement traite ces catégories de clients différemment. Outre les classes d'instruments et catégories de clients, une entreprise d'investissement pourra souhaiter différencier encore plus sa politique, par exemple par type d'ordres.

Q 8 Une entreprise d'investissement exécutant des ordres ou des décisions d'investissement peut-elle n'inclure qu'un lieu d'exécution dans sa politique d'exécution ?

8.1 Selon le CESR, dès lors qu'il existe plus d'un lieu d'exécution susceptible de permettre à l'entreprise d'investissement d'obtenir de façon régulière le meilleur résultat possible, celle-ci devrait en examiner les atouts respectifs. L'entreprise d'investissement devrait au moins

inclure les lieux qui lui permettent d'obtenir de façon régulière le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres ou décisions d'investissement de ses clients.

8.2 Cependant, la directive MIF n'interdit pas aux entreprises d'investissement de ne choisir qu'un lieu d'exécution si elles peuvent démontrer qu'ainsi elles sont en mesure d'obtenir le meilleur résultat possible de façon régulière. Par exemple, il peut y avoir des circonstances où un lieu d'exécution donné peut fournir le meilleur résultat possible de façon régulière pour un sous-ensemble donné de la politique d'exécution, ou encore, les coûts liés à l'inclusion de plusieurs lieux dans la politique d'exécution (dans la mesure où ces coûts sont répercutés sur les clients) contrebalanceraient tout gain obtenu grâce à cette inclusion (sur un laps de temps raisonnable.) Dans ces circonstances, il peut être raisonnable pour l'entreprise d'investissement de n'inclure qu'un lieu dans sa politique d'exécution.

8.3 Afin de se conformer à l'obligation de l'article 19 (1) d'agir au mieux des intérêts de ses clients, une entreprise d'investissement doit envisager de transmettre les ordres de ses clients au lieu de les exécuter elle-même lorsque cela permet d'obtenir un meilleur résultat pour ses clients, sous réserve que l'entreprise d'investissement soit agréée pour la réception-transmission d'ordres.

Q 9 Une entreprise d'investissement transmettant ou plaçant des ordres auprès d'autres entités pour exécution peut-elle n'inclure qu'une entité dans sa politique ?

9. Une entreprise d'investissement qui transmet ou place des ordres auprès d'autres entités peut n'inclure qu'une entité dans sa politique si elle est en mesure de démontrer que cela lui permet de satisfaire à l'exigence globale de meilleure exécution. C'est-à-dire que, lorsqu'une entreprise d'investissement transmet ou place des ordres auprès d'une unique entité pour exécution, l'entreprise d'investissement doit établir qu'en choisissant une seule entité, elle respecte l'exigence globale de meilleure exécution. De plus, l'entreprise d'investissement doit raisonnablement attendre de l'entité choisie qu'elle lui permette d'obtenir pour ses clients des résultats qui soient au moins aussi bons que les résultats qu'elle pourrait raisonnablement attendre en ayant recours à d'autres entités.

Q 10 Comment une entreprise d'investissement évalue-t-elle l'importance relative des facteurs de meilleure exécution ?

10.1 L'entreprise d'investissement a pour responsabilité d'évaluer l'importance relative des facteurs de meilleure exécution. Une entreprise d'investissement doit prendre en compte les critères suivants lors de la définition de l'importance relative des facteurs de meilleure exécution :

- Les caractéristiques du client, y compris la catégorie du client, à savoir non professionnel ou professionnel ;
- Les caractéristiques de l'ordre du client ;
- Les caractéristiques de l'instrument financier objet de l'ordre ;
- Les caractéristiques des lieux ou entités d'exécution vers lesquels l'ordre peut être dirigé.

10.2 Pour les clients non professionnels, le meilleur résultat possible est défini en termes de prix total. Cf. Q11.

Q 11 Qu'est-ce que le « prix total » ?

11.1 Le prix total correspond au prix de l'instrument financier et aux coûts liés à l'exécution, y compris toutes les dépenses encourues par le client et qui sont directement liées à l'exécution de l'ordre telles que les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tout autre frais versé à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre.

11.2 Par exemple, une entreprise d'investissement qui fournit un service à des clients non professionnels pour des actions admises à la négociation sur un marché réglementé accordera une importance prioritaire au coût net (ou le produit net dans le cas d'une vente) de l'exécution de l'ordre sur les lieux disponibles et dirigera cet ordre vers le lieu ou l'entité d'exécution fournissant le meilleur résultat possible en termes de prix total. L'entreprise d'investissement peut tenir compte de la rapidité, de la probabilité d'exécution et de règlement, de la taille et la nature de l'ordre, de l'impact sur le marché et de tout autre coût implicite, et leur donner priorité par rapport aux facteurs de coût et de prix immédiats, s'ils sont essentiels dans l'obtention du meilleur résultat possible en termes de prix total pour le client non professionnel. Ces coûts implicites peuvent avoir une signification pour les clients non professionnels dans le cadre d'un ordre portant sur un volume important sur une action non liquide, par exemple.

11.3 Le CESR estime que le concept de prix total est également important pour l'évaluation de la meilleure exécution pour les ordres des clients professionnels, car, en pratique, il est peu probable qu'une entreprise d'investissement qui accorde une importance relative faible au coût net d'un achat ou au produit net d'une vente agisse de manière raisonnable. Cependant, dans certains cas, d'autres facteurs seront plus importants pour les clients professionnels et la Directive MIF offre clairement aux entreprises d'investissement une certaine flexibilité à cet égard.

Q 12 Une entreprise d'investissement peut-elle prendre en compte ses frais et commissions lorsqu'elle choisit des lieux d'exécution ?

12.1 Concernant les entreprises d'investissement qui exécutent des ordres pour le compte de clients, la Directive MIF distingue entre le choix des lieux d'exécution à inclure dans la politique d'exécution et le choix entre deux ou plusieurs lieux inclus dans sa politique d'exécution pour l'exécution d'une transaction en particulier.

12.2 Lorsqu'elle détermine les lieux à inclure dans sa politique d'exécution, une entreprise d'investissement ne doit pas prendre en compte les frais et commissions qu'elle facturera à ses clients. A ce stade, elle doit se concentrer sur la capacité des différents lieux d'exécution disponibles pour lui permettre d'obtenir de façon régulière le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients. En d'autres termes, elle doit s'attacher à la qualité d'exécution disponible sur les différents lieux.

12.3 Lors du choix du lieu d'exécution pour un ordre donné parmi les lieux figurant dans la politique d'exécution susceptibles d'exécuter un tel ordre, l'entreprise d'investissement doit tenir compte de l'impact de ses propres frais et commissions sur le prix total pour le client.

12.4 Par exemple, si une entreprise d'investissement a inclus un marché réglementé et un internalisateur systématique dans sa politique d'exécution (ou si elle est elle-même un internalisateur systématique) car ces deux lieux lui permettent d'obtenir de façon régulière le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients, l'entreprise d'investissement devra tenir compte non seulement des prix affichés par ces deux lieux mais également de toute différence dans les frais ou commissions qu'elle facture au client pour l'exécution sur un lieu plutôt que sur l'autre (ainsi que tout autre coût ou autre facteur pertinent). Cf. Q13.

Q 13 La Directive MIF réglemente-t-elle les frais et commissions qu'une entreprise d'investissement facture pour l'exécution des ordres de ses clients ?

13.1 Les entreprises d'investissement sont libres de fixer leurs frais ou commissions comme elles le souhaitent, sous réserve qu'aucune discrimination inéquitable entre lieux d'exécution ne soit introduite. Une entreprise d'investissement ne peut facturer l'exécution d'un ordre par une commission (ou une marge) différente selon le lieu d'exécution à moins que cette différence ne reflète une différence dans le coût supporté par l'entreprise d'investissement. Par exemple, une entreprise d'investissement ne peut diriger tous ses ordres vers une succursale de son groupe au motif qu'elle facturerait à ses clients des frais plus élevés pour l'accès à d'autres lieux, frais injustifiés par des coûts d'accès plus élevés.

13.2 La Directive MIF contient des obligations d'information spécifiques destinées aux clients non professionnels concernant les frais et commissions d'une entreprise d'investissement de telle sorte que les investisseurs soient en mesure de comparer les structures de frais de différentes entreprises d'investissement<sup>1</sup>. Cf. Q14.

Q 14 Quelles informations relatives à sa politique (d'exécution) une entreprise d'investissement doit-elle communiquer à ses clients ?

14.1 Une entreprise d'investissement doit fournir à ses clients des informations appropriées sur sa politique (d'exécution), plutôt que de leur présenter de façon exhaustive ses dispositifs et/ou sa politique d'exécution. La directive MIF trouve ainsi un juste milieu entre exiger des entreprises d'investissement qu'elles fournissent un « manuel de négociation » volumineux dont l'utilité serait limitée pour les clients et fournir des informations trop générales pour permettre aux clients de comprendre suffisamment la politique (d'exécution) de l'entreprise d'investissement.

14.2 Le CESR estime que les entreprises d'investissement doivent communiquer suffisamment d'informations, reflétant toute différenciation pertinente de leur politique (d'exécution) (cf. Q7) pour permettre aux clients de prendre une décision en toute connaissance de cause quant à l'utilisation des services offerts par l'entreprise d'investissement.

Q 15 Y a-t-il d'autres informations relatives à sa politique d'exécution qu'une entreprise d'investissement qui exécute des ordres ou des décisions d'investissement doit communiquer à ses clients non professionnels ?

15.1 Une entreprise d'investissement exécutant des ordres ou des décisions d'investissement pour le compte de clients non professionnels doit donner les informations suivantes bien avant la prestation de ce service :

- L'importance relative que l'entreprise d'investissement attribue aux facteurs de meilleure exécution ou la façon dont leur importance relative est définie,
- Une liste des lieux d'exécution auxquels l'entreprise d'investissement fait le plus confiance pour respecter l'exigence globale de meilleure exécution,
- Un avertissement à l'intention du client concernant l'usage des instructions spécifiques.

15.2 Selon le CESR, lorsqu'un client non professionnel demande des informations complémentaires sur la politique d'exécution de l'entreprise d'investissement et que cette demande est raisonnable et proportionnée, l'entreprise d'investissement, en application de son devoir d'agir équitablement et professionnellement<sup>2</sup>, doit envisager de répondre à cette

<sup>1</sup> Cf. article 19(3) de la directive de niveau 1 et articles 33 et 40(4) de la directive de niveau 2.

<sup>2</sup> Cf. articles 19(1) de la directive de niveau 1.

demande, notamment lorsque ces informations sont nécessaires pour permettre au client de décider, en toute connaissance de cause, d'utiliser ou de poursuivre l'utilisation des services de l'entreprise d'investissement.

Q 16 Y a-t-il d'autres informations relatives à sa politique d'exécution qu'une entreprise d'investissement qui exécute des ordres ou des décisions d'investissement doit communiquer à ses clients professionnels ?

16.1 Une entreprise d'investissement doit fournir des informations appropriées concernant sa politique d'exécution à ses clients professionnels. La Directive MIF ne contient aucune disposition qui explique en détail ce que sont des « informations appropriées » pour des clients professionnels.

16.2 Les entreprises d'investissement doivent fournir des informations aux clients professionnels sur demande sous réserve que cette demande soit raisonnable et modérée. Ce qui sera raisonnable et modéré dépendra des faits et circonstances de chaque situation spécifique.

Q 17 Y a-t-il d'autres informations relatives à sa politique qu'une entreprise d'investissement qui transmet ou place des ordres auprès d'autres entités pour exécution doit fournir à ses clients ?

17.1 Une entreprise d'investissement qui transmet ou place des ordres auprès d'autres entités pour exécution doit fournir à ses clients des « informations appropriées » sur sa politique.

17.2 Ces informations doivent permettre au client de comprendre les aspects clés de la politique de l'entreprise d'investissement. En fonction des circonstances, il peut s'avérer approprié de mentionner l'importance relative de ces facteurs ou de décrire le procédé utilisé pour choisir les entités. Selon les circonstances, il sera également pertinent de mentionner les entités utilisées. Par exemple, lorsqu'une entreprise d'investissement n'inclut qu'un nombre limité d'entités dans sa politique, il peut être pertinent de les mentionner aux clients.

Q 18 Que doit faire une entreprise d'investissement si elle modifie sa politique d'exécution ?

18.1 Une entreprise d'investissement qui exécute des ordres ou des décisions d'investissement doit avertir ses clients de toute modification substantielle apportée à ses dispositifs d'exécution ou à sa politique d'exécution. Une modification est considérée comme substantielle lorsqu'il est nécessaire d'en informer le client pour lui permettre de décider en toute connaissance de cause de poursuivre l'utilisation des services de l'entreprise d'investissement. Notamment, une entreprise d'investissement doit considérer le caractère substantiel de toute modification qu'elle apporte à l'importance relative des facteurs de meilleure exécution ou aux lieux auxquels elle fait le plus confiance pour respecter l'exigence globale de meilleure exécution.

18.2 Il n'y a pas d'obligation comparable pour les entreprises d'investissement qui ne font que transmettre ou placer des ordres auprès d'entités pour exécution sans exécuter d'ordres ni de décisions d'investissement.

Q 19 Comment doivent être présentées les informations sur la politique (d'exécution) ?

19.1 Les entreprises d'investissement doivent fournir à leurs clients des informations appropriées sous une forme compréhensible.

19.2 Une entreprise d'investissement exécutant des ordres ou des décisions d'investissement pour le compte de clients non professionnels doit fournir les informations requises sur sa

politique d'exécution en utilisant soit un support durable soit un site Internet dans certaines conditions<sup>3</sup>. Toute information de ce type peut être intégrée dans le contrat avec le client.

Q 20 Comment les clients donnent-ils leur accord sur la politique d'exécution ?

20.1 Une entreprise d'investissement qui exécute des ordres ou des décisions d'investissement doit obtenir le consentement préalable de ses clients sur sa politique d'exécution. Le CESR remarque que pour que le consentement soit valide, les dispositions juridiques de l'Etat membre concerné concernant l'octroi d'un consentement doivent être respectées, sans préjudice de ce qui est indiqué aux questions Q14 à Q16 concernant les informations que l'entreprise d'investissement doit fournir aux clients.

20.2 Une entreprise d'investissement doit obtenir le consentement exprès préalable de ses clients avant d'exécuter leurs ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation (MTF).

20.3 Il n'existe pas d'obligations comparables pour les entreprises d'investissement qui transmettent ou placent des ordres auprès d'entités pour exécution mais n'exécutent pas d'ordres ou de décisions d'investissement elles-mêmes.

Q 21 Quelle est la différence entre « consentement » et « consentement exprès » ?

21.1 Lorsque la Directive MIF requiert un « consentement exprès préalable », le CESR estime que cela suppose une preuve effective dudit consentement par le client, qui peut prendre la forme d'une signature par écrit ou d'un moyen équivalent (signature électronique), par un clic sur une page Internet ou oralement par téléphone ou en personne, avec une conservation appropriée des traces dans chacun de ces cas.

21.2 Le CESR estime qu'une lecture appropriée de la règle relative au « consentement exprès » conduit à considérer qu'une entreprise d'investissement n'a pas à obtenir le consentement exprès de ses clients lorsque les instruments concernés ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation (MTF).

21.3 Le CESR comprend que le « consentement préalable » peut, au moins dans certaines juridictions, être tacite et découler du comportement du client comme l'envoi d'un ordre à l'entreprise d'investissement après réception des informations sur la politique d'exécution de l'entreprise d'investissement.

21.4 Les autorités compétentes ont toute autorité pour exiger des entreprises d'investissement qu'elles fournissent la preuve de l'obtention du consentement tacite des clients, peuvent avoir accès à tout document et exiger toute information de la part des entreprises d'investissement à ce sujet<sup>4</sup>. Notamment, il pourra être demandé à une entreprise d'investissement de montrer qu'elle a fourni à ses clients des informations appropriées sur sa politique d'exécution.

Q 22 Sous quels aspects et dans quels cas une entreprise d'investissement qui transmet ou place des ordres auprès d'autres entités pour exécution peut-elle se fier à ces entités pour respecter l'obligation globale de meilleure exécution ?

22.1 La directive MIF est claire quant au fait que les dispositions relatives à la meilleure exécution n'ont pas pour objectif d'exiger d'une entreprise d'investissement qui transmet ou place des ordres auprès d'autres entités pour exécution qu'elle duplique les efforts de ces dernières. L'entreprise d'investissement devra plutôt établir que les entités qu'elle utilise lui permettront de respecter l'obligation globale de meilleure exécution lorsqu'elle place un ordre auprès de, ou transmet un ordre à, une autre entité pour exécution.

<sup>3</sup> Cf. articles 3(1) et 3(2) la directive de niveau 2.

<sup>4</sup> Cf. articles 50(1) (a) et (b) de la directive de niveau 1.

22.2 A cette fin, l'entreprise d'investissement doit examiner les dispositifs d'exécution des entités qu'elle souhaite utiliser pour établir si elles lui permettront de se conformer à toutes ses obligations de meilleure exécution.

22.3 Pour établir si une entité est susceptible de lui permettre d'obtenir le meilleur résultat possible pour ses clients, l'entreprise d'investissement pourra également avoir besoin de vérifier:

- o Si l'entité elle-même est soumise à l'article 21 pour l'activité en question, c'est-à-dire, si l'entité est une entreprise d'investissement exécutant ou recevant et transmettant des ordres pour le compte de l'entreprise d'investissement et si l'entité a accepté de traiter l'entreprise d'investissement comme un client non professionnel ou professionnel ;
- o Si l'entité s'engage par contrat à se conformer à tout ou partie des obligations de meilleure exécution de la directive MIF (avec pour conséquence des responsabilités contractuelles mais non réglementaires de meilleure exécution) ; et
- o Si l'entité chargée de l'exécution peut démontrer qu'elle fournit une qualité d'exécution de niveau élevé pour le type d'ordres que l'entreprise d'investissement est susceptible de placer auprès d'elle ou de lui transmettre.

En outre, si une entité est soumise à l'article 21 ou s'engage par contrat à se conformer à l'article 21, et si l'entreprise d'investissement lui transmet ou place simplement des ordres auprès d'elle, ne prenant elle-même que quelques mesures ayant un impact sur la qualité de l'exécution, et si l'entreprise d'investissement a établi que l'entité a des dispositifs qui permettront à l'entreprise d'investissement de respecter ses obligations au titre de l'article 45, le CESR considère que l'entreprise d'investissement pourra s'en remettre largement à cette entité pour respecter sa propre exigence globale de meilleure exécution. Cela signifie que, dans ces circonstances, le CESR considère qu'une entreprise d'investissement respectera l'obligation globale de meilleure exécution pour certains ordres simplement en les plaçant auprès de ou les transmettant à ces entités. Bien entendu, l'entreprise d'investissement restera soumise aux autres obligations de l'article 45, notamment les obligations de mise en oeuvre d'une politique appropriée et les obligations de réexamen et de contrôle de son efficacité, y compris la qualité d'exécution réellement fournie par ces entités. Il ne lui serait pas possible de continuer à se fier à cette entité si ce réexamen et ce contrôle indiquaient que l'entité n'est pas, en réalité, en mesure d'obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients.

22.4 De plus, lorsqu'elle définit sa politique, une entreprise d'investissement qui transmet ou place des ordres auprès d'autres entités pour exécution doit étudier s'il est raisonnable de s'en tenir à l'envoi des ordres auprès d'une autre entité pour exécution ou s'il est nécessaire d'exercer un contrôle complémentaire sur la façon dont ses ordres sont exécutés, afin de respecter l'exigence globale de meilleure exécution. De même, toute action de l'entreprise d'investissement pouvant avoir un effet sur la qualité d'exécution de l'ordre doit être cohérente avec l'exigence globale de meilleure exécution. Par exemple, lorsqu'une entreprise d'investissement donne des instructions spécifiques à une entité en charge de l'exécution sur la façon dont une transaction spécifique doit être exécutée, ou le lieu où elle doit être exécutée, ces instructions doivent être conformes à l'exigence globale de meilleure exécution.

22.5 Les entreprises d'investissement peuvent ne pas utiliser des entités soumises à la directive MIF pour le traitement de leurs ordres. Pour avoir recours à une entité qui n'est pas soumise au principe de meilleure exécution de la directive MIF, notamment un prestataire de service n'appartenant pas à l'Espace Economique Européen, les entreprises d'investissement doivent s'assurer que les dispositifs d'exécution d'une telle entité lui permettent de respecter l'exigence globale de meilleure exécution. Lorsque l'entreprise d'investissement ne peut être certaine que tel est le cas, elle ne doit pas utiliser ces entités.

Q 23 Qu'est-ce que l'obligation de réexamen de la politique ?

23.1 Le réexamen de la politique consiste en une évaluation globale permettant de s'assurer que la politique (d'exécution) et/ou les dispositifs incluent toutes les mesures raisonnables que l'entreprise d'investissement pourrait prendre pour obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients. Notamment, l'entreprise d'investissement doit évaluer si elle obtiendrait de façon constante de meilleurs résultats en termes d'exécution dans les cas suivants :

Si elle incluait des lieux ou entités d'exécution différents ou supplémentaires ;

Si elle attribuait une importance relative différente aux facteurs de meilleure exécution ; ou

Si elle modifiait tout autre aspect de sa politique (d'exécution) et/ou de ses dispositifs.

23.2 Toute entreprise d'investissement doit réexaminer sa politique (d'exécution) / ses dispositifs au moins une fois par an. Une entreprise d'investissement doit également réviser sa politique (d'exécution) et/ou ses dispositifs dès lors qu'un changement substantiel survient, susceptible d'affecter sa capacité à obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients. Ce qui sera considéré comme substantiel dépendra de la nature et de la portée de ce changement.

Q 24 Qu'est-ce que l'obligation de contrôler la politique (d'exécution) et les dispositifs ?

24.1 Le contrôle est l'évaluation régulière de transactions spécifiques afin d'établir si l'entreprise d'investissement 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.

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.

24.2 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 en raison d'une déficience dans cette politique et/ou de ces dispositifs, et faire les modifications appropriées.

24.3 Toutes les entreprises d'investissement doivent conduire des contrôles, mais la méthodologie reste à la discrétion de l'entreprise d'investissement. Si un contrôle de toutes les transactions serait disproportionné, d'autres approches, comme des méthodologies appropriées d'échantillonnage, peuvent être suffisantes.

Q 25 La nature précise du réexamen et des contrôles dépendent-ils de la place de l'entreprise d'investissement dans la chaîne d'exécution ?

25.1 Les entreprises d'investissement 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.

25.2 Les entreprises d'investissement qui transmettent ou placent des ordres auprès d'autres entités pour exécution peuvent être amenées à utiliser des approches différentes concernant leurs obligations de réexaminer et de contrôler leur politique, en fonction du degré d'intervention qu'elles exercent sur la façon dont leurs ordres sont exécutés. Une entreprise d'investissement peut simplement envoyer les ordres qu'elle reçoit ou ses décisions d'investissement à une entité pour exécution, ne prenant elle-même que peu de mesures ayant un impact sur la qualité d'exécution et donc s'en remettre largement à l'entité chargée de l'exécution quant à la façon dont les ordres seront exécutés ; ou bien, elle peut fournir à cette entité des instructions plus ou moins nombreuses sur la façon dont l'ordre doit être exécuté ou prendre des mesures pour gérer l'exécution de l'ordre elle-même avant d'envoyer l'ordre pour exécution. Dans ce deuxième cas, l'entreprise d'investissement doit contrôler et réexaminer ses propres actions et leur impact sur la qualité d'exécution qu'elle obtient.

25.3 Dans tous les cas, les entreprises d'investissement qui transmettent ou placent des ordres pour exécution auprès d'autres entités doivent examiner et surveiller la qualité d'exécution des entités qu'elles utilisent.

25.4 De plus, si un gestionnaire de portefeuilles a autorité soit pour soit exécuter ses décisions d'investissement lui-même ou passer des ordres auprès d'autres entités pour exécution, alors, dans le cadre du processus de réexamen, il doit comparer les résultats des entités qu'il utilise avec les résultats qu'il obtient lorsqu'il exécute lui-même ses décisions d'investissement.

Q 26 Le CESR travaille-t-il actuellement sur des données relatives à la qualité d'exécution ?

26.1 Non. Le CESR étudiera toute demande de la Commission d'examiner des données en matière de qualité d'exécution ou tout autre aspect relatif à la meilleure exécution et fera état de ces demandes dès réception. Le CESR évaluera si d'autres travaux sont nécessaires concernant la meilleure exécution dans le cadre de l'évaluation du programme de travail de la Directive MIF débutant en novembre 2007.

Q 27 Qu'en est-il de l'appel à témoignages du CESR sur l'article 21(5) du Directive de niveau 1 relatif à la preuve du respect de la règle ?

27.1 Une entreprise d'investissement qui exécute des ordres ou des décisions d'investissement doit être en mesure de prouver à ses clients, à leur demande, que ces exécutions ont été effectuées conformément à sa politique d'exécution. A partir de novembre 2008, après une année d'expérience pratique des règles de la directive MIF, le CESR évaluera si d'autres travaux doivent être entrepris pour aligner les pratiques en la matière.

### Section 3 - Définitions

*Dans un objectif de clarté et de simplicité, le CESR a conservé la terminologie utilisée dans la directive MIF et dans sa directive d'application à chaque fois que cela était possible. Néanmoins, le CESR considère qu'il est utile d'abrégé certains de ces termes et concepts pour rendre ce document aussi concis que possible et son contenu aussi accessible que possible. Les termes ne faisant pas partie de la directive MIF ne sont utilisés que lorsque le CESR les considère comme des concepts utiles à la compréhension de cette directive. Ces termes sont définis ci-dessous mais il n'est pas dans l'intention du CESR qu'ils prévalent ou se rajoutent aux termes de ces directives de quelque façon que ce soit.*

<b>Niveau 1</b>	Directive 2004/39/EC du 21 avril 2004
<b>Niveau 2</b>	Directive 2006/73/EC du 10 août 2006
<b>MIF</b>	Collectivement la directive 2004/39/EC du 21 avril 2004 et la directive 2006/73/EC du 10 août 2006
<b>Article 21</b>	Article 21 de la directive 2004/39/EC du 21 avril 2004 (Niveau 1)
<b>Articles 44, 45 et 46</b>	Articles 44, 45 et 46 de la directive 2006/73/EC du 10 août 2006 (Niveau 2)
<b>Politique (d'exécution)</b>	La « politique d'exécution » conformément à l'article 21 et la « politique » conformément à l'article 45.
<b>Exécuter des ordres ou des décisions d'investissement</b>	Exécuter des ordres de clients en leur nom ou exécuter des décisions d'investissement pour le compte des portefeuilles de clients lorsque est fourni le service de gestion de portefeuilles
<b>Traiter des ordres</b>	<p>(i) Exécuter un ordre pour le compte d'un client</p> <p>(ii) Lorsque le service de gestion de portefeuilles est fourni : placer, pour exécution auprès d'une entité, un ordre découlant d'une décision d'investissement sur des instruments financiers pour le compte d'un portefeuille, ou exécuter une décision d'investissement sur des instruments financiers pour le compte d'un client</p> <p>(iii) Lorsque est fourni le service de réception et de transmission d'ordres de clients : transmettre ces ordres à d'autres entités pour exécution.</p> <p>La Commission européenne a confirmé son intention de conférer à ce terme cette signification telle qu'utilisée dans le cadre des dispositions sur le traitement des ordres de clients aux articles 47, 48 et 49 du Niveau 2.</p>
<b>Lieux d'exécution</b>	Marchés réglementé, systèmes multilatéraux de négociation (MTF), internalisateurs systématiques, teneurs de marché ou autres fournisseurs de liquidité ou entités offrant des services similaires à ceux précités dans des pays tiers (dernier paragraphe de l'article 44(1) du Niveau 2).

<b>Entités</b>	Personnes physiques ou morales ou toute autre entité transmettant ou exécutant des ordres sur des instruments financiers.
<b>Facteurs de meilleure exécution</b>	Les facteurs listés dans l'article 21(1) du Niveau 1. Ces facteurs sont également mentionnés dans l'article 45(4) du Niveau 2.
<b>Exigence globale de meilleure exécution</b>	L'exigence, aux termes de l'article 21(1) et de l'article 45(4), de prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible lors de l'exécution d'ordres de clients, en tenant compte des facteurs de meilleure exécution.
<b>Transmettre ou placer des ordres auprès d'autres entités pour exécution</b>	Transmettre des ordres de clients à d'autres entités, pour exécution, lorsque est fourni le service de réception et de transmission d'ordres, ou placer des ordres résultant de décisions d'investissement sur des instruments financiers pour le compte de portefeuilles de clients auprès d'autres entités pour exécution, lorsque est fourni le service de gestion de portefeuille

## DOCUMENT DE TRAVAIL CEVM - ESC- 07-2007

### Réponses de la Commission au CESR sur des questions de champ d'application dans le cadre de la directive MIF et de la directive d'application

#### Question 1 –Négociation pour compte propre sur la base de prix proposés

**Dans quelles circonstances les obligations de meilleure exécution s'appliquent-elles aux entreprises d'investissement qui travaillent en proposant des prix auxquels elles traitent par la suite ?**

*Sur de nombreux marchés d'instruments financiers, les entreprises d'investissement travaillent en fournissant des prix (c'est-à-dire des prix auxquels elles sont susceptibles de vouloir acheter ou vendre) :*

- *en permanence, comme par exemple sur une page de site Internet ou sur un système d'affichage de prix à accès limité ; ou*
- *à une personne en particulier, comme par exemple en réponse à une demande de prix de la part de cette personne, réponse qui est communiquée de manière électronique ou par téléphone,*

*et ensuite en traitant avec la personne à qui elles ont fourni un prix.*

*Dans son document de consultation du 31 octobre 2006, la FSA britannique a suggéré que les obligations de meilleure exécution ne s'appliquent pas forcément aux entreprises d'investissement qui travaillent de cette façon pour les raisons suivantes :*

- (i) *une entreprise travaillant de cette façon peut ne pas fournir un service d'investissement mais exercer une activité d'investissement. Ce qui signifie qu'il n'y a pas de client ;*
- (ii) *une entreprise travaillant de cette façon ne reçoit pas d'ordre émanant d'un client parce qu'il ne peut y avoir d'ordre que si l'entreprise d'investissement s'engage à faire quelque chose pour le compte du client et il est présumé qu'il n'existe pas d'engagement de cette nature dans ce type de négociation. (Un ordre existerait, par exemple, si l'entreprise s'engageait à fournir le meilleur prix).*

*D'autres membres du CESR pensent que l'interprétation ci-dessus n'est pas cohérente avec l'article 21 de la directive MIF, ni avec l'article 44 de la directive d'application, parce que la négociation pour compte propre sur la base de prix proposés remplit les critères de la négociation pour compte propre. 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 de meilleure exécution (considérant 69 de la directive d'application).*

*L'interprétation aux termes de laquelle la négociation pour compte propre sur la base de prix proposés n'est pas assimilable à la négociation pour compte propre a été expressément rejetée dans le cadre des négociations des mesures de niveau 2. La raison en était qu'une telle interprétation va à l'encontre de l'approche adoptée dans le texte de niveau 1.*

*En vertu de la directive MIF, seules les contreparties éligibles ont la possibilité de conclure des transactions sans bénéficier des principes de meilleure exécution. A part cette exception, à chaque fois qu'une entreprise d'investissement exécute un ordre, elle fournit un service d'investissement à un client et les obligations de meilleure exécution s'appliquent donc.*

*En outre, l'article 44.3 de la directive d'application fait expressément référence au besoin de prendre en compte le statut du client (non professionnel ou professionnel) afin d'obtenir le meilleur résultat possible.*

La non exclusion des clients professionnels peut s'expliquer par le fait que les règles de meilleure exécution n'ont pas seulement pour but la protection des investisseurs mais aussi de favoriser la concurrence entre les lieux d'exécution et l'efficacité du marché en général. Ceci est exprimé à l'article 21(6) de la directive MIF (« fonctionnement équitable et ordonné des marchés ») et à l'article 44.4 de la directive d'application (« discrimination inéquitable entre les lieux d'exécution »).

## Réponse des services de la Commission

1- Nous ne considérons pas fructueux de faire une distinction entre, d'une part, les situations dans lesquelles un service est fourni à un client et, d'autre part, celles dans lesquelles une activité est simplement effectuée avec une personne qui n'est pas un client. La directive de niveau 1 ne donne pas de critère précis de distinction entre ces deux situations. Il est clair, par exemple, qu'exercer l'activité de négociation pour compte propre peut aussi impliquer la prestation d'un service à un client dans certains cas. Ceci est implicite dans le considérant 69 de la directive de niveau 2. C'est pourquoi, selon nous, cette distinction ne doit pas permettre de déterminer si l'obligation de meilleure exécution s'applique ou non dans un cas particulier. De même, nous ne pensons pas qu'il soit utile de se focaliser sur la question de savoir si un *ordre* est donné. A nouveau, ceci est conforme au considérant 69 qui précise que dès qu'une entreprise d'investissement négocie pour compte propre avec un client, cette transaction doit être considérée comme un ordre.

2- Par conséquent, nous pensons que dès qu'une personne ou une entité conclut une transaction avec une entreprise d'investissement, elle le fera soit en tant que contrepartie éligible, soit en tant que client non professionnel ou professionnel.

3- En ce qui concerne les contreparties éligibles, l'article 24 de la directive MIF stipule que les obligations de meilleure exécution au titre de l'article 21, ainsi que les règles de conduite au titre de l'article 19 et les obligations relatives au traitement des ordres de clients au titre de l'article 22(1) ne s'appliquent pas. Dans le même temps, comme le précise le considérant 40 de la directive MIF, les contreparties éligibles doivent être considérées comme agissant en tant que clients. L'une des conséquences en est que les mesures de protection des articles 13 et 18, afférant entre autres aux conflits d'intérêts et aux avoirs des clients, s'appliquent. En ce qui concerne les clients non professionnels ou professionnels, les articles 13, 18 et 19 de la directive MIF sont toujours d'application, alors que l'application de l'article 21 dépend de ce qui est indiqué ci-dessous.

4- De notre point de vue, le concept clé sur lequel il convient de faire reposer l'interprétation de l'article 21 est l'exécution d'ordres *pour le compte de clients* (« *on behalf of clients* »). Cela est conforme à la définition de l'article 4(1)(5) de la directive MIF qui renvoie spécifiquement à une entreprise agissant en vue de conclure des accords pour acheter ou vendre des instruments financiers *pour le compte de clients*, et à la description du service d'investissement correspondant, figurant à l'annexe I de la directive MIF, c'est-à-dire « l'exécution d'ordres pour le compte de clients ». Ces deux dispositions justifient l'idée selon laquelle l'exécution d'un ordre pour le compte d'un client est intrinsèque au principe de meilleure exécution.

5- Le considérant 33 de la directive MIF donne quelques explications relatives au concept d'exécution d'ordres *pour le compte de clients*, en indiquant que celui-ci sera généralement présent dans un ensemble de situations auxquelles il est fait référence, de façon générale, comme étant des situations où l'entreprise est tenue à « des obligations contractuelles ou des obligations d'intermédiaire » vis-à-vis du client<sup>5</sup>. Il importe également de noter que le considérant 33 de la directive MIF limite le champ du considérant 69 de la directive de niveau 2, de sorte que la portée des obligations de meilleure exécution dans le cadre de la négociation pour compte propre se limite aux circonstances couvertes par le considérant 33 dans lesquelles l'entreprise d'investissement agit pour le compte du client (et se trouve donc en position de prendre des décisions qui auront une influence sur les intérêts du client).

---

<sup>5</sup> Cependant, la référence à des obligations d'intermédiaire dans le considérant 33 n'a pas pour but de mettre sur le même pied l'application d'obligations de meilleure exécution et l'existence d'une relation d'intermédiaire conformément à la loi nationale applicable.

Exemples, à titre indicatif, de cas où l'entreprise d'investissement exécute un ordre pour le compte d'un client et où par conséquent le principe de meilleure exécution s'applique

6- Si l'on applique les principes présentés ci-dessus, les transactions fondées sur la demande d'un client à l'entreprise d'investissement d'acheter ou de vendre un instrument financier pour lui, relèveront *toujours* du principe d'exécution d'un ordre pour le compte d'un client. Cela comprendra les situations suivantes :

- L'exécution de l'ordre d'un client en agissant en tant qu'intermédiaire. Dans ce cas, l'intermédiaire reçoit l'ordre du client et le place pour exécution, pour le compte du client, auprès d'un lieu d'exécution (tel qu'une bourse, un internalisateur systématique ou un autre fournisseur de liquidité). Par exemple, le client A donne pour instruction à l'entreprise d'investissement B d'acheter 100 actions de X. L'entreprise d'investissement doit ensuite trouver le lieu d'exécution offrant les meilleures conditions pour l'achat des actions de X au moment où l'ordre du client doit être exécuté.
- L'exécution de l'ordre d'un client face au compte propre de l'entreprise d'investissement (y compris en tant qu'internalisateur systématique) lorsque celle-ci décide de la manière dont l'ordre sera exécuté, par exemple quand elle « travaille l'ordre » pour le compte du client. Par exemple, le client A donne le même ordre que dans l'exemple précédent mais l'entreprise d'investissement B vend au client A 100 parts X provenant de son propre portefeuille. Dans ce cas, B se place en concurrent des autres lieux d'exécution pertinents et peut exécuter les instructions du client en lui vendant les titres qu'il a en portefeuille, sous réserve qu'en agissant de la sorte il obtienne le meilleur résultat pour le client par rapport aux autres lieux d'exécution étudiés.
- L'exécution de l'ordre d'un client face au compte propre de l'entreprise d'investissement mais sans prise de risque, y compris lorsque le client se voit facturer un écart de cours. Dans ce type de transaction, l'entreprise d'investissement agira généralement en compte propre face à son client au même moment et dans les mêmes conditions (en ce qui concerne l'instrument, le temps et le prix (en tenant compte de toute marge)) qu'il initie une transaction face à son compte propre avec une autre contrepartie.

Exemples, à titre indicatif, de transactions pour lesquelles l'entreprise d'investissement n'exécute généralement pas d'ordre pour le compte d'un client et par conséquent n'a pas d'obligation de meilleure exécution envers son client.

7- Les transactions reposant sur une demande spécifique du client d'acheter à l'entreprise d'investissement ou de lui vendre un instrument financier, ou les transactions reposant sur l'acceptation, par le client, d'une offre d'acheter ou de vendre faite par l'entreprise d'investissement, ne seront généralement pas couvertes par le concept d'exécution d'un ordre pour le compte d'un client, à moins qu'en toute circonstance, en prenant en compte les considérations présentées ci-dessous dans le paragraphe 8, l'entreprise d'investissement devrait, à juste titre, être considérée comme agissant pour le compte du client. Ce type de transactions comprendra la situation suivante :

- Exécuter l'ordre d'un client en le répondant par une opération en compte propre dans les situations non couvertes par le paragraphe 6 ci-dessus. Cela comprend les cas où l'entreprise d'investissement s'engage dans de la négociation pour compte propre en indiquant des prix sur la base « de demandes de proposition de prix ». Par exemple, le client A demande une indication de prix à l'entreprise d'investissement B pour 100 actions de X. L'entreprise d'investissement indique un prix que le client accepte et auquel il demande d'acheter 100 actions. Pour compléter l'exemple, B est un teneur de marché qui affiche ses prix et le Client A « tape » le prix affichée par B.

8 – Néanmoins, dans certains cas, les opérations pour compte propre entraîneront l'obligation de meilleure exécution. 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 dépend 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. Les considérations suivantes, prises conjointement, aideront à établir la réponse à cette question :

\* 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.

\* 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.

\* 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.

\* 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.

9 - Ces facteurs sont susceptibles de justifier l'hypothèse selon laquelle, dans des circonstances ordinaires, un client de détail s'en remet légitimement à l'entreprise d'investissement pour protéger ses intérêts par rapport à la valorisation et aux autres paramètres de la transaction. De même, l'application de prime abord de ces facteurs est susceptible de mener à la présomption que sur les marchés de gros, les clients ne s'en remettent pas à l'entreprise d'investissement de la même façon.

## **Question 2 – Recours à des instructions spécifiques**

### ***Quel peut être le champ des instructions spécifiques d'un client ?***

*Les entreprises d'investissement sont considérées comme remplissant leurs obligations de meilleure exécution au regard des instructions spécifiques du client concernant un ordre ou un aspect spécifique d'un ordre.*

*Le considérant 68 précise que lorsqu'une entreprise d'investissement exécute un ordre en suivant les instructions spécifiques du client, elle ne doit être considérée comme ayant satisfait à ses obligations de meilleure exécution que pour la partie ou l'aspect de l'ordre en relation avec les instructions du client.*

*Cette disposition ne doit pas être utilisée par les entreprises d'investissement pour s'exonérer de leur obligation de meilleure exécution. En particulier, les entreprises d'investissement ne doivent pas, pour éviter de se conformer à leurs obligations, suggérer à leurs clients des instructions que ceux-ci pourraient leur donner.*

## **Réponse des services de la Commission**

10 – Le considérant 68 de la directive de niveau 2 doit être lu dans son ensemble. En particulier, la précision selon laquelle une entreprise d'investissement ne doit pas solliciter d'instructions spécifiques, en indiquant expressément ou en suggérant implicitement la teneur des instructions à un client, se limite aux circonstances « dans lesquelles l'entreprise

d'investissement devait raisonnablement savoir qu'une telle instruction aurait probablement pour effet de l'empêcher d'obtenir le meilleur résultat possible pour ce client ». Ainsi, une entreprise d'investissement qui « suggère » des instructions à un client ne doit pas être considérée comme évitant ses obligations de meilleure exécution dans tous les cas.

11 – Par exemple, un client choisit d'utiliser un système d'accès direct au marché (DMA), de façon à pouvoir sélectionner lui-même les paramètres de la transaction (tels que le prix, la contrepartie, le lieu d'exécution, le moment et la taille de la transaction). Dans un tel cas, le « dealer », tout en agissant pour le compte du client en fournissant le service DMA, sera considéré comme ayant accompli son devoir de meilleure exécution dans la mesure où le client a donné des instructions spécifiques grâce au système DMA.

*Le champ des instructions spécifiques nécessite des précisions juridiques en ce qui concerne au moins l'application du dispositif aux produits sur mesure.*

*En ce qui concerne l'application de la règle de meilleure exécution aux produits sur mesure (par exemple un produit traité de gré à gré), lorsque le client donne des indications sur les caractéristiques du produit qu'il souhaite, ces précisions peuvent-elles être considérées comme des instructions spécifiques ? Ou bien, puisque le considérant 70 de la directive de niveau 2 permet déjà d'appliquer de façon différenciée la règle de meilleure exécution, cette question devrait-elle être traitée non pas comme un question de champ d'application mais comme une question relative au principe pertinent de meilleure exécution ? Ou encore, dans le cas de produits complexes, devrait-on considérer que les exigences de meilleure exécution s'appliquent à chacun des composants du produit ?*

#### **Réponse des services de la Commission**

12- Le principe de meilleure exécution s'applique aux instruments sur mesure traités de gré à gré dans les cas où l'on considère que l'entreprise d'investissement agit pour le compte de son client. Cela dépendra des facteurs présentés dans notre réponse à la question 1. Un instrument sur mesure doit être compris comme un instrument adapté aux besoins spécifiques d'un client et pour lequel il n'y a pratiquement pas de liquidité. Au contraire, une option classique OTC sur une seule action liquide avec une échéance d'un mois ne doit pas être considérée comme un instrument sur mesure.

13- Le fait que le client précise ses besoins en termes d'exposition au risque et de protection n'exclut pas nécessairement l'application du principe de meilleure exécution. Dans un premier temps, quand l'entreprise d'investissement propose au client les éléments d'un contrat de dérivés OTC qui répondrait à ses besoins, il est plus approprié de parler de conseil en investissement plutôt que de meilleure exécution. Par exemple, un client peut demander à une entreprise d'investissement de concevoir un instrument qui le protégera contre l'effondrement du prix du gaz et une hausse fulgurante du prix de l'électricité. L'entreprise d'investissement peut proposer plusieurs alternatives avec des structures de performance différentes et conseiller au client de sélectionner un schéma particulier, ce qui signifie que les obligations de veiller au caractère adéquat du produit s'appliquent. Les obligations de meilleure exécution peuvent trouver à s'appliquer en fonction des considérations présentées dans notre réponse à la question 1.

14- Habituellement, dans les cas où s'applique le principe de meilleure exécution, la nature des instruments recherchés relève davantage des informations contenues dans l'ordre que d'une question d'instructions spécifiques. Néanmoins, une certaine discrétion sera laissée à l'entreprise d'investissement concernant les instruments à acquérir pour le compte d'un client pour l'ordre considéré.

15- Concernant les produits complexes<sup>6</sup>, l'obligation de meilleure exécution (lorsqu'elle est applicable) s'applique au produit dans sa globalité. Il est concevable d'obtenir une meilleure exécution pour le produit dans sa globalité même si la meilleure exécution pour chaque composant, considéré individuellement, n'est pas atteinte.

---

<sup>6</sup> Par produits complexes, nous entendons les produits composés de ou représentant la performance de plusieurs produits.

### **Question 3 – Obligations des gérants de portefeuilles et des récepteurs transmetteurs d'ordres**

#### ***Dans quelles circonstances les gérants de portefeuilles et les récepteurs transmetteurs d'ordres « exécutent-ils des ordres de clients » ?***

*Certains sont d'avis que les gérants de portefeuille exécutent les ordres de clients lorsqu'ils traitent directement sur ou avec des lieux d'exécution, y compris en ayant un accès direct aux marchés réglementés ou en ayant recours à des MTFs, des entreprises d'investissement négociant pour compte propre ou d'autres fournisseurs de liquidité et contreparties.*

*D'autres pensent que les gérants de portefeuilles n'exécutent jamais d'ordres de clients, sauf peut-être lorsqu'ils font des transactions entre leurs clients (« transactions croisées »). Pour les transactions sur les marchés dirigés par les prix, certains plaident que les gérants de portefeuille sont preneurs de prix et non faiseurs de prix et que, pour cette raison, ils n'exécutent pas d'ordres de clients. C'est le « dealer » qui exécute.*

*En outre, certaines entreprises d'investissement qui fournissent des services de courtage à des clients non professionnels suggèrent qu'elles ne font elles-mêmes que recevoir et transmettre les ordres de clients à d'autres entreprises d'investissement ; et ce sont ces autres entreprises d'investissement qui prennent la responsabilité d'exécuter ces ordres. Existe-t-il une frontière claire entre la réception transmission d'ordres de clients en vue de leur exécution et l'exécution d'ordres de clients ? Est-il possible que deux entreprises dans une chaîne d'exécution puissent être considérées comme exécutant ces ordres ?*

*Ces questions sont particulièrement pertinentes pour l'application de l'article 45(7) de la directive d'application et l'article 66 de la directive de niveau 1. L'article 45(7) stipule que l'article 21 (et non l'article 45) s'applique aux gérants de portefeuilles et récepteurs transmetteurs d'ordres lorsqu'ils exécutent des ordres.*

*Les obligations au titre de l'article 45 ne sont pas aussi contraignantes que celles de l'article 21. Aussi les courtiers et les gérants de portefeuilles ont-ils intérêt à caractériser leurs activités d'autre chose que de l'exécution d'ordres.*

*Si les gérants de portefeuilles exécutent effectivement des ordres de clients lorsqu'ils traitent sur des marchés dirigés par les prix, ou lorsqu'ils négocient directement sur des marchés réglementés ou des MTFs, alors se pose la question de la signification de l'article 45(7) pour les gérants de portefeuilles agréés au titre de la directive OPCVM. En effet, l'article 66 de la directive MIF rend applicables les articles 2(2), 12, 13 et 19 de la directive MIF aux gérants d'OPCVM mais non l'article 21. Est-ce que la directive MIF s'applique aux transactions des gérants d'OPCVM lorsqu'ils exécutent des ordres de clients ?*

#### **Réponse de services de la Commission**

16- Etant donné que « l'exécution d'ordres pour le compte de clients » est un service d'investissement distinct, on peut arguer que seules les entités autorisées à fournir ce service particulier peuvent exécuter les ordres ou les décisions d'investissement pour le compte de clients. Ce qui voudrait dire que les entreprises d'investissement agréées pour fournir des services de gestion de portefeuilles<sup>7</sup> ne peuvent négocier directement avec les lieux d'exécution (c.-à-d. exécuter les décisions d'investissement) que si elles sont autorisées à fournir le service d'exécution d'ordres pour le compte de clients.

17- La conséquence d'une telle interprétation serait d'empêcher les sociétés de gestion d'OPCVM d'effectuer des transactions directement avec les lieux d'exécution quand elles

---

<sup>7</sup> Ce faisant, elles entrent dans le champ d'action de la Directive MIF. Les sociétés de gestion d'OPCVM qui n'effectuent pas de gestion de portefeuilles individuels (ou tout autre service d'investissement ou activité réglementée dans la directive MIF) sont exclues du champ de la Directive MIF (Article 2(1)(h)).

fournissent le service d'investissement de gestion de portefeuilles individuels conformément à l'Article 5 de la directive OPCVM.

18- Conformément à cette interprétation, dans de tels cas, l'article 45(7) de la Directive d'application ne s'appliquera tout simplement pas car ces entités ne peuvent pas fournir le service d'exécution d'ordres et la question de l'application de l'Article 21 aux entités de gestion d'OPCVM fournissant le service de gestion de portefeuilles ne serait pas pertinente.

19- Néanmoins, la directive d'application de la directive MIF justifie une interprétation différente des dispositions en question, plus conforme aux pratiques actuelles et garantissant également le niveau de protection des investisseurs et des gains en termes d'efficience du marché que les obligations de meilleure obligation ont pour but de garantir. Selon cette interprétation, l'agrément pour fournir le service de gestion de portefeuilles conformément à l'Article 5(3) de la Directive OPCVM est considéré comme permettant aux gestionnaires de portefeuilles d'exécuter leurs propres décisions d'investissement. Néanmoins, si tel est le cas, lors de l'exécution des décisions d'investissement, ces personnes seront obligées de se plier aux mêmes obligations que celles prévues à l'article 21 de la directive MIF. Tout autre résultat compromettrait la protection des investisseurs.

20 - L'article 45(7) de la directive de niveau 2 implique que les personnes autorisées à gérer des portefeuilles ne sont pas considérées comme fournissant le service d'exécution d'ordres pour le compte de clients au titre de la directive MIF quand elles exécutent des décisions d'investissement dans le cadre de l'activité de gestion de portefeuilles, parce qu'il peut ne pas y avoir d'ordres de clients quand le gestionnaire de portefeuilles décide d'effectuer une transaction pour le compte du portefeuille d'un client.

21- Néanmoins, la directive de niveau 2 reconnaît que lorsqu'un gestionnaire de portefeuilles exécute une décision d'investissement, il existe des préoccupations en termes de régulation identiques à celles qui prévalent lorsqu'une entreprise d'investissement exécute un ordre pour le compte d'un client. En effet, dans les deux cas, les transactions sont exécutées pour le compte de clients, que ce soit des clients sous gestion ou des clients qui placent des ordres. En fait, il semble y avoir peu ou pas de différence, quand les intérêts du client sont en jeu, entre une situation dans laquelle le client reçoit des conseils d'une entreprise d'investissement et agit en fonction de ces conseils en donnant un ordre à exécuter à une entreprise d'investissement et une situation dans laquelle un gestionnaire de portefeuilles exécute une décision d'investissement directement avec un lieu d'exécution. Dans les deux cas, le client doit pouvoir compter sur l'expertise de l'entreprise d'investissement pour lui fournir le meilleur résultat possible pour la transaction.

22- C'est la raison pour laquelle l'article 45(7) de la directive stipule que lorsqu'une entreprise d'investissement fournissant le service de gestion de portefeuilles effectue une transaction ou négocie directement avec un lieu d'exécution (c.-à-d. exécute une décision d'investissement), elle doit observer les obligations prévues à l'article 21 de la directive MIF.

23- Cela signifie que les gestionnaires d'actifs d'OPCVM et les entreprises d'investissement, quand elles exécutent des ordres directement (plutôt que de les transmettre à un intermédiaire qui les exécuterait pour leur compte) au cours de la prestation de service de gestion individuelle de portefeuilles, doivent observer les obligations prévues à l'Article 21. Ceci est nécessaire pour garantir une protection adéquate de l'investisseur.

### **Réception et transmission d'ordres**

24- Il devrait y avoir une distinction réglementaire claire entre une entreprise d'investissement agréée à la fois pour recevoir et transmettre des ordres et pour les exécuter, et une entreprise d'investissement uniquement habilitée à recevoir et transmettre les ordres des clients à une autre entreprise d'investissement en vue de leur exécution. Cette seconde catégorie d'entreprise d'investissement ne peut en aucune façon modifier les instructions du client quand elle les transmet à une autre entreprise d'investissement pour exécution ou pour transmission complémentaire.

25- L'exécution de l'ordre d'un client ou d'une décision d'investissement s'effectue toujours quand l'entreprise d'investissement est le dernier maillon de la chaîne d'intermédiaires entre l'ordre du client et le lieu d'exécution. Il est évident qu'une entreprise d'investissement peut être le premier et le dernier maillon de la chaîne : par exemple, quand l'ordre d'un client est exécuté par une entreprise d'investissement en sa capacité d'internalisateur systématique.

26- Une entreprise d'investissement agréée à la fois pour recevoir et transmettre des ordres et pour exécuter des ordres pour le compte de clients devra observer soit l'article 21 de la directive MIF soit les exigences de l'article 45 de la directive d'application de la directive MIF, selon qu'elle négocie directement avec le lieu d'exécution ou qu'elle transmet l'ordre à une autre entreprise d'investissement pour exécution. Dans les cas où l'entreprise d'investissement négocie directement avec le lieu d'exécution, l'article 21 de la Directive MIF s'applique toujours.

27- Parfois, une entreprise d'investissement autorisée à exécuter des ordres mais agissant en tant que receveur et transmetteur d'ordres, donne des instructions à une autre entreprise en charge de l'exécution, qui ne sont pas les instructions du client et qui peuvent affecter la qualité d'exécution de l'ordre. Dans de tels cas, l'entreprise d'investissement donneuse d'instructions doit se conformer à l'article 45 de la directive d'application. L'exécution de l'ordre est effectuée par la dernière entreprise d'investissement de la chaîne.

28- L'entreprise d'investissement qui reçoit des instructions (qui ne sont pas les instructions du client) provenant d'une autre entreprise d'investissement doit se conformer à toutes les instructions qui lui sont transmises, comme s'il s'agissait des instructions du client aux fins de l'article 21(1). Néanmoins, il doit fournir la meilleure exécution concernant toute partie de l'ordre non couverte par une instruction.