

Position – recommandation AMF n° 2014-07

Guide relatif à la meilleure exécution

Textes de référence : articles L533-18, L533-19, L533-20 du code monétaire et financier et 314-69, 314-70, 314-71, 314-72, 314-73, 314-74, 314-75, 314-76 du règlement général de l'AMF.

Ce guide intervient à l'issue d'une série d'entretiens avec des intermédiaires et de plusieurs réunions d'un groupe de travail associant des professionnels de l'industrie financière et des représentants des épargnants.

En effet, il est apparu utile de faire un état des lieux des pratiques des prestataires de services d'investissement (PSI) afin d'identifier des zones de faiblesse ou de risque, et les dispositions réglementaires dont les modalités d'application pratiques méritaient d'être précisées.

De plus, dans un environnement où, de façon générale, les épargnants montrent une défiance croissante à l'égard des marchés financiers, l'AMF entend contribuer, en lien avec le deuxième axe de son plan stratégique 2013-2016, à rétablir la confiance de ces investisseurs en précisant ses attentes afin de promouvoir une intermédiation financière fiable et de qualité.

Les travaux menés par l'AMF ont permis de constater des disparités à la fois dans l'interprétation et dans l'application des textes sur la meilleure exécution sur les sujets suivants : le contenu de la politique d'exécution, le réexamen de la politique d'exécution, l'articulation entre politique d'exécution et politique de sélection, l'information apportée au client. L'existence de pratiques de paiement pour flux d'ordres a également été mise en évidence.

Il apparaît donc nécessaire que l'AMF apporte des clarifications sur son interprétation de la réglementation au regard de la diversité des pratiques observées dans les établissements dans les domaines cités. Ce guide ne recense pas l'ensemble des règles applicables à la meilleure exécution/meilleure sélection, mais vise à clarifier des questions de doctrine que l'AMF a identifiées.

Ce guide s'appuie également sur un document de questions/réponses (ci-après « FAQ CESR ») publié par le CESR en mai 2007¹ qui avait fait l'objet de la publication d'un communiqué de presse² le 30 octobre 2007, dans lequel l'AMF invitait les professionnels à se référer à ces recommandations. Certaines positions et recommandations formulées dans ce document s'appuient sur des développements du FAQ CESR leur conférant ainsi une portée nouvelle.

Le présent guide vise trois objectifs :

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

Les dispositions prévues dans ce guide n'étant que des clarifications de textes déjà entrés en vigueur, elles sont applicables immédiatement, à l'exception des positions et recommandations relatives aux réexamens des politiques de meilleure exécution et meilleure sélection. Ces dernières devront être appliquées lors du prochain exercice de réexamen annuel des politiques qui interviendra à compter de la date de publication de ce guide.

¹ Le document est disponible sur le site de l'ESMA dans la section « *Guidelines and Recommendations, MiFID* », sous forme de Q&A sous la référence 07-320. Les passages cités dans ce guide proviennent de la traduction de ce document par l'AMF.

² Cf. Annexe

SOMMAIRE

1.	CHAMP D'APPLICATION DU PRESENT GUIDE	3
2.	L'ELABORATION DE LA POLITIQUE D'EXECUTION	5
2.1.	DANS QUELLE MESURE LA POLITIQUE D'EXECUTION DOIT-ELLE ETRE DIFFERENCIEE ?	5
2.2.	LES FACTEURS DE LA POLITIQUE DE MEILLEURE EXECUTION.....	6
2.3.	LA DETERMINATION DES LIEUX D'EXECUTION A INCLURE DANS LA POLITIQUE D'EXECUTION	7
2.4.	QUE DOIT CONTENIR UNE POLITIQUE D'EXECUTION ?.....	7
2.4.1.	<i>Pour l'ensemble des instruments financiers.....</i>	<i>7</i>
2.4.2.	<i>Pour les instruments traités essentiellement de gré à gré.....</i>	<i>8</i>
2.4.3.	<i>Le cas particulier des CFD et des warrants/ certificats</i>	<i>8</i>
2.5.	LE RECUEIL DE L'ACCORD PREALABLE EXPRES DU CLIENT EN CAS D'EXECUTION D'ORDRES EN DEHORS D'UN MR OU D'UN SMN.....	9
3.	LA SURVEILLANCE REGULIERE ET LE REEXAMEN DE LA POLITIQUE D'EXECUTION	10
3.1.	LA SURVEILLANCE REGULIERE DE L'EFFICACITE DES DISPOSITIFS EN MATIERE D'EXECUTION D'ORDRES.....	10
3.2.	LE REEXAMEN DE LA POLITIQUE D'EXECUTION	11
3.2.1	L'OBLIGATION DE REEXAMEN	11
3.2.2	LES FAITS GENERATEURS DU REEXAMEN DE LA POLITIQUE D'EXECUTION.....	11
3.2.3	LES DILIGENCES A MENER LORS DU REEXAMEN DE LA POLITIQUE D'EXECUTION.....	12
3.2.3.1	<i>Pour tous les instruments financiers</i>	<i>12</i>
3.2.3.2	<i>Pour les instruments financiers traités essentiellement de gré à gré.....</i>	<i>14</i>
3.2.3.3	<i>Pour les Warrants/certificats</i>	<i>14</i>
3.2.3.4	<i>Pour les CFD.....</i>	<i>14</i>
4.	LA POLITIQUE DE MEILLEURE SELECTION.....	14
4.1.	L'ELABORATION DE LA POLITIQUE DE SELECTION	15
4.2.	LE CAS DES ORDRES EXECUTES EN DEHORS DES MR ET SMN.....	17
5.	LA SURVEILLANCE REGULIERE ET LE REEXAMEN DE LA POLITIQUE DE SELECTION	17
5.1.	LA SURVEILLANCE REGULIERE DE LA POLITIQUE DE SELECTION	17
5.2.	LA FORMALISATION DU REEXAMEN DE LA POLITIQUE DE SELECTION.....	18
5.3.	LES FAITS GENERATEURS DU REEXAMEN DE LA POLITIQUE DE SELECTION	19
5.4.	LES DILIGENCES A MENER LORS DU REEXAMEN DE LA POLITIQUE DE SELECTION	19
6.	LIENS ENTRE RECHERCHE ET SELECTION	20
7.	LES PRATIQUES DE PAIEMENT POUR FLUX D'ORDRES	20
7.1.	LE CAS DES REDUCTIONS TARIFAIRES NON PUBLIQUES	20
7.2.	LE CAS DES OFFRES DE CONNECTIQUE	21
7.3.	LE CAS DES ATTRIBUTIONS D' ACTIONS GRATUITES.....	21
8.	L'INFORMATION DES CLIENTS SUR LES MODALITES D'EXECUTION DE LEURS ORDRES ET LES INSTRUMENTS FINANCIERS QU'ILS TRAITENT	22

1. Champ d'application du présent guide

- S'agissant du type de clientèle

L'article L 533-20³ du code monétaire et financier transposant l'article 24⁴ de la Directive MIF 2004/39/CE⁵ précise que les transactions conclues avec des contreparties éligibles, ou suscitées entre contreparties éligibles, ne sont pas soumises aux règles de bonne conduite parmi lesquelles l'obligation de meilleure exécution.

Ce guide ne vise donc pas les relations avec les contreparties éligibles. Il vise principalement les relations avec la clientèle non professionnelle. Cependant, lorsque cela est précisé, certaines recommandations/positions et/ou rappels de textes peuvent viser les relations avec la clientèle professionnelle.

- S'agissant du type d'instruments financiers

Le considérant 70⁶ de la Directive d'application 2006/73/CE⁷ stipule **que l'obligation de meilleure exécution s'applique à tous les types d'instruments financiers** mais qu'elle doit toutefois être modulée « compte tenu des différences dans l'organisation des marchés et dans la structure des instruments financiers ». Il convient donc d'appliquer l'obligation de meilleure exécution en tenant compte des spécificités des différents types d'instruments financiers.

Sauf mention contraire précisant la classe d'actifs visée, les recommandations/positions et rappels de texte formulés dans le présent guide sont applicables à l'ensemble des instruments financiers. Toutefois à l'exception des paragraphes 2.4.2 et 3.2.3.2 le guide ne traite pas spécifiquement des produits traités essentiellement de gré à gré (obligations, swap de taux, produits structurés, ...).

³ Article L. 533-20 du code monétaire et financier : Les prestataires de services d'investissement agréés pour la réception et la transmission d'ordres pour compte de tiers, pour l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ou pour la négociation pour compte propre peuvent susciter des transactions entre des contreparties éligibles ou conclure des transactions avec ces contreparties sans se conformer aux obligations prévues aux articles L. 533-11 à L. 533-16, L. 533-18 et L. 533-19, premier alinéa, en ce qui concerne lesdites transactions ou tout service connexe directement lié à ces transactions.

Un décret précise les critères selon lesquels les contreparties sont considérées comme des contreparties éligibles.

Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les modalités selon lesquelles les contreparties éligibles peuvent demander à être traitées comme des clients.

⁴ Article 24 de la Directive MIF 2004-39 :

1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement agréées pour exécuter des ordres au nom de clients et/ou pour négocier pour compte propre et/ou pour recevoir et transmettre des ordres puissent susciter des transactions entre des contreparties éligibles ou conclure des transactions avec ces contreparties sans devoir se conformer aux obligations prévues à l'article 19, à l'article 21 et à l'article 22, paragraphe 1, en ce qui concerne lesdites transactions ou tout service auxiliaire directement lié à ces transactions.

⁵ Nommée dans le guide comme Directive de niveau 1.

⁶ Considérant (70) de la directive d'application :

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

⁷ Nommée dans le guide comme Directive d'application.

- S'agissant du type de service d'investissement fourni

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

- ✓ Il s'applique pleinement aux PSI qui exécutent des ordres ou des décisions d'investissement.
- ✓ Il s'applique en outre, de manière adaptée, aux PSI qui transmettent, pour exécution auprès d'autres entités, des ordres résultant de leurs décisions de gestion ou des ordres qu'ils ont reçus et qu'ils n'exécutent pas eux-mêmes. Pour éviter une duplication des efforts en matière de meilleure exécution, les entreprises d'investissement qui transmettent ou placent des ordres auprès d'autres entités pour exécution doivent **établir et mettre en œuvre une « politique de sélection »**. En vertu du V de l'article 314-75 du règlement général de l'AMF « cette politique sélectionne, pour chaque classe d'instruments, les entités auprès desquelles les ordres sont transmis pour exécution ». Les entités ainsi sélectionnées doivent permettre aux PSI de se conformer à leur obligation de fournir le meilleur résultat possible pour leurs clients.

Le présent guide couvre les deux situations, les chapitres 2 et 3 détaillant les dispositions applicables en matière de politique d'exécution et les chapitres 4 à 6 détaillant les dispositions applicables en matière de politique de sélection.

Un établissement peut être amené à fournir différents services d'investissement à ses clients et de ce fait être soumis aux obligations de meilleure exécution ou de meilleure sélection, voire aux deux (en fonction du type d'instrument, par exemple).

En outre, l'AMF rappelle, conformément au considérant 69 de la Directive d'application, que « les transactions pour compte propre effectuées avec des clients par une entreprise d'investissement doivent être assimilées à l'exécution d'ordres de clients et donc être soumises aux exigences prévues par la directive 2004/39/CE et la présente directive, en particulier à celles de ces obligations portant sur la meilleure exécution ». Toutefois, ce considérant doit être lu à la lumière de la réponse de la Commission Européenne au CESR⁸ qui prévoit :

- que « l'application de la meilleure exécution ou non dépendra de la possibilité de considérer l'exécution de l'ordre du client comme étant effectuée pour le compte du client » ;
 - que « 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 » ;
 - que « sur les marchés de gros, les clients ne s'en remettent pas à l'entreprise d'investissement de la même façon ».
- S'agissant du type d'instructions reçues

En vertu de l'article L. 533-18 I du code monétaire et financier, lorsqu'un client transmet une instruction spécifique à son intermédiaire, celui-ci exécute cet ordre en suivant cette instruction. Toutefois, lorsqu'un client a donné une instruction spécifique qui ne couvre qu'une partie ou un aspect de l'ordre, le PSI est redevable de son obligation de meilleure exécution pour toute autre partie ou tout autre aspect de l'ordre non couvert par ces instructions.

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

⁸ Réponse de la Commission à la question 1 « Négociation pour compte propre sur la base de prix proposés » incluse dans le FAQ CESR.

2. L'élaboration de la politique d'exécution

L'obligation de meilleure exécution est définie à l'article L. 533-18, I du code monétaire et financier⁹ comme étant l'obligation de «...prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients ... ».

Conformément à cet article, le meilleur résultat possible **s'apprécie au regard de sept grandes catégories de facteurs** « le prix, le coût, la rapidité, la probabilité d'exécution et de règlement, la taille, la nature de l'ordre, et enfin toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre. »

En vertu de l'article 314-69 du règlement général de l'AMF, **l'importance relative de ces facteurs doit être déterminée par le PSI en fonction d'une série de critères** tenant « aux caractéristiques du client, y compris sa catégorisation en qualité de client de détail ou professionnel », « aux caractéristiques de l'ordre concerné », « aux caractéristiques des instruments financiers qui font l'objet de cet ordre », ainsi « qu'aux caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels cet ordre peut être acheminé ».

Le respect de l'obligation de meilleure exécution passe par **la mise en œuvre de dispositifs et d'une politique d'exécution des ordres** permettant au PSI d'obtenir, pour les ordres de ses clients, le meilleur résultat possible.

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

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

L'article 314-69¹⁰ du règlement général de l'AMF prévoit que, pour déterminer sa politique d'exécution et notamment l'importance relative des facteurs permettant d'apprécier la meilleure exécution, le PSI tient compte, notamment, des caractéristiques de ses clients et des instruments financiers traités.

Le CESR, au point 7.3 de sa liste de questions-réponses relatives à la meilleure exécution publiée en mai 2007, précise que « la politique (d'exécution) devra ... 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 ».

⁹ Article L533-18- I « Les prestataires de services d'investissement prennent toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre et de toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre. Néanmoins, chaque fois qu'il existe une instruction spécifique donnée par les clients, les prestataires exécutent l'ordre en suivant cette instruction ».

¹⁰ Article 314-69 :

Pour l'application du I de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, lorsqu'il exécute les ordres de clients, le prestataire de services d'investissement tient compte des critères ci-après pour déterminer l'importance relative des facteurs mentionnés au I dudit article :

1° Les caractéristiques du client, y compris sa qualité de client non professionnel ou de client professionnel ;

2° Les caractéristiques de l'ordre concerné ;

3° Les caractéristiques des instruments financiers qui font l'objet de cet ordre ;

4° Les caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels cet ordre peut être acheminé...

Position:

Les PSI doivent différencier leur politique d'exécution, dans la mesure où ils les traitent différemment, selon les types d'instruments financiers pour lesquels ils exécutent des ordres et, selon les types de clients (client professionnel ou non professionnel), conformément à la réponse 7.3 du FAQ CESR sur la meilleure exécution.

En outre, conformément aux dispositions de l'article 314-69, le PSI peut choisir d'établir une classification plus fine de sa clientèle au sein d'une même catégorie de clients s'il estime opportun d'adapter plus finement sa politique d'exécution au niveau de connaissance et d'expérience des clients.

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

2.2. Les facteurs de la politique de meilleure exécution

Conformément au I de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, les facteurs à prendre en compte par le PSI afin d'obtenir le meilleur résultat possible pour son client sont les suivants : le prix, le coût, la rapidité, la probabilité d'exécution et de règlement, la taille, la nature de l'ordre, et toutes autres considérations relatives à l'exécution de l'ordre. L'article 314-71 du règlement général de l'AMF précise par ailleurs que « Lorsque le prestataire de services d'investissement exécute un ordre pour le compte d'un client non professionnel, le meilleur résultat possible est déterminé sur la base du coût total ».

Pour rappel, le coût total est défini à l'article 314-71 du règlement général de l'AMF qui précise que « le coût total est le prix de l'instrument financier augmenté des coûts liés à l'exécution, qui incluent toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre. »

Parmi les « autres considérations relatives à l'exécution des ordres » mentionnées à l'article L. 533-18 du code monétaire et financier, des éléments qualitatifs peuvent être pris en compte, comme par exemple la complexité des mécanismes d'exécution et la difficulté à fournir aux clients une information complète sur ces mécanismes.

Recommandation :

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

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

L'introduction de critères qualitatifs dans la politique d'exécution à destination d'une clientèle non professionnelle devra cependant tenir compte du fait que pour cette catégorie de client, le critère de coût total prime. Pour autant, le considérant 67 de la Directive d'application donne la possibilité de donner la priorité à d'autres critères dès lors qu'ils « influent de manière déterminante sur l'obtention du meilleur résultat possible, exprimé en coût total, pour le client de détail ».

Cette recommandation s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

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

Le 2° paragraphe de l'article 314-72 du règlement général de l'AMF – reprenant en ce sens l'article 46 de la Directive d'application – souligne que les PSI doivent inclure dans leur politique d'exécution « des lieux d'exécution auxquels l'entreprise fait le plus confiance pour honorer son obligation de prendre toutes les mesures raisonnables en vue d'obtenir avec régularité le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de ses clients ».

Position :

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

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

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

Ainsi, l'AMF considère qu'une politique d'exécution peut n'inclure qu'un seul lieu d'exécution pour peu que le PSI soit en mesure de démontrer qu'il obtient le meilleur résultat possible dans la plupart des cas avec la plateforme sélectionnée.

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

2.4. Que doit contenir une politique d'exécution ?

2.4.1. Pour l'ensemble des instruments financiers

Quels que soient les instruments financiers traités – y compris ceux traités essentiellement de gré à gré – et la catégorie du client, l'AMF rappelle que la question-réponse n° 4 du FAQ CESR 2007 sur la meilleure exécution énonce un certain nombre d'éléments à prendre en compte dans la politique d'exécution.



Position :

Les éléments précisés dans la question 4 du FAQ CESR sur la meilleure exécution doivent figurer dans la politique d'exécution :

- la stratégie du PSI pour obtenir le meilleur résultat possible lors de l'exécution des ordres ;
- l'importance relative attribuée par le PSI aux facteurs de meilleure exécution ou le procédé utilisé pour déterminer cette importance ainsi que la façon dont ces facteurs influencent le choix des lieux d'exécution ;
- les lieux d'exécution sur lesquels le PSI exécutera les ordres : le type de lieux (marché réglementé¹¹, système multilatéral de négociation¹², etc.) devrait être a minima précisé avec un renvoi sur un lien mettant à jour la liste de tous les lieux d'exécution possibles en fonction des types d'instruments financiers traités.

Pour le reste, le PSI est libre quant au contenu de sa politique d'exécution.

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

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

2.4.2. Pour les instruments traités essentiellement de gré à gré

Position :

Selon l'AMF, il est indispensable, s'agissant des instruments financiers traités essentiellement de gré à gré, que les politiques d'exécution précisent les modalités d'exécution afin que l'investisseur comprenne comment sont exécutés ses ordres (de gré à gré face au compte propre du PSI lui-même ou d'une autre contrepartie, ou, même si c'est exceptionnel, sur une plateforme de négociation – MR ou SMN – dont le PSI est membre). Dans l'hypothèse où les ordres sont exécutés de gré à gré face à une contrepartie, la politique doit par ailleurs détailler le processus de sélection des contreparties.

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

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

S'agissant des CFD et des warrants/certificats, et plus généralement des instruments financiers visant à donner accès à la performance d'un sous-jacent qui donne lieu par ailleurs à une cotation autonome et destinés à une clientèle non professionnelle, il est nécessaire que la formation des prix soit détaillée dans la politique d'exécution. Par ailleurs, en vertu des articles 314-33 et suivants du RGAMF, le PSI doit fournir à son client « une description générale de la nature et des risques des instruments financiers » et notamment (2° de l'article 314-34 du RGAMF¹³) des informations spécifiques, concernant la sensibilité du prix aux variations des différents paramètres de marché. Les informations propres à ces produits peuvent être fournies sur différents supports d'information aux clients (fiche produit, ...).

¹¹ MR dans la suite du guide

¹² SMN dans la suite du guide

¹³ Article 314-34 2° La volatilité du prix de ces instruments et le caractère éventuellement étroit du marché où ils peuvent être négociés ;



Position :

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

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

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

2.5. Le recueil de l'accord préalable exprès du client en cas d'exécution d'ordres en dehors d'un MR ou d'un SMN

Position :

Le dernier alinéa du III de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier prévoit que les PSI doivent « obtenir le consentement préalable exprès de leurs clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'un MR ou d'un SMN. »

Il prévoit également que les PSI peuvent « obtenir ce consentement soit sous la forme d'un accord général, soit pour des transactions déterminées »¹⁴.

L'AMF demande d'appliquer la réponse 21.1 du FAQ CESR de mai 2007 qui indique qu'à la différence du consentement préalable, le consentement exprès préalable suppose une preuve effective dudit consentement par le client qui peut prendre différentes formes. Ainsi, une signature par écrit, un accord exprès par voie électronique, un clic sur une page internet, un accord oral par téléphone, ou un accord fait en personne peuvent être considérés comme un accord préalable exprès du moment qu'il existe une conservation appropriée des traces dans chacun de ces cas.

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

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

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

Position :

L'AMF considère que lorsqu'un PSI, exécutant des ordres pour une clientèle professionnelle, a intégré dans sa politique d'exécution, outre un MR ou un SMN, un lieu d'exécution qui n'est ni un MR ni un SMN parce que ce lieu figure parmi ceux qui lui permettent d'obtenir le meilleur résultat possible dans la plupart des cas, il devra décider des modalités de l'exécution des ordres de cette clientèle à la lumière de ses obligations professionnelles. Parmi celles-ci, figurent à la fois l'obligation « d'obtenir le consentement préalable exprès des clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'un MR ou d'un SMN »¹⁵ et celle d'agir au mieux des intérêts de ses clients¹⁶, principe général qui doit être pris en compte en toutes circonstances. Dans l'hypothèse où le respect de ce principe conduirait le PSI à effectuer la transaction de gré à gré sans avoir pu obtenir l'accord préalable exprès de son client professionnel le PSI devra avoir fait ses meilleurs efforts pour l'obtenir et devra pouvoir en apporter la preuve.

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

¹⁴ L'article L. 533-18 du code monétaire et financier transpose littéralement les termes de l'article 21 3° de la Directive MIF de niveau 1.

¹⁵ Prévue au dernier alinéa du III de l'article L. 533-18 du code monétaire et financier.

¹⁶ Prévue à l'article L. 533-11 du code monétaire et financier.

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

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

L'article 314-73 du RGAMF prévoit que « Le prestataire de services d'investissement surveille l'efficacité de ses dispositifs en matière d'exécution des ordres et de sa politique en la matière afin d'en déceler les lacunes et d'y remédier le cas échéant. En particulier, il vérifie régulièrement si les systèmes d'exécution prévus dans sa politique d'exécution des ordres permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client ou s'il doit procéder à des modifications de ses dispositifs en matière d'exécution. Le prestataire de services d'investissement signale aux clients toute modification importante de ses dispositifs en matière d'exécution des ordres ou de sa politique en la matière ».

Position :

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

En conséquence l'AMF demande d'appliquer la réponse 24 du FAQ CESR de mai 2007 qui indique que :

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

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

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

- la méthodologie de surveillance continue est à la discrétion du PSI et que si un contrôle de toutes les transactions serait disproportionné, d'autres approches, comme des **méthodologies appropriées d'échantillonnage**¹⁷, peuvent être suffisantes ;

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

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

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

Exemples :

Le PSI offrant l'accès à de multiples lieux d'exécution devra s'assurer que le paramétrage de son *Smart Order Router* (SOR) respecte bien la politique d'exécution qu'il doit suivre.

Si un des facteurs importants de sa politique est un faible impact de marché, le PSI devra s'attacher à analyser les ordres exécutés avec un « *implementation shortfall* » élevé afin de vérifier si cela est dû à un dysfonctionnement de ses dispositifs d'exécution et devra prendre des mesures correctrices le cas échéant.

¹⁷ Ces contrôles par sondage devraient être représentatifs et adaptés à l'activité/la clientèle/la taille/aux types d'ordres du PSI.

La surveillance régulière de « l'efficacité de ses dispositifs en matière d'exécution d'ordres et de sa politique en la matière afin d'en déceler les lacunes et d'y remédier le cas échéant » ne dispense pas le PSI du réexamen de sa politique de meilleure exécution, conformément aux dispositions prévues à l'article 314-73 du règlement général de l'AMF.

3.2. Le réexamen de la politique d'exécution

3.2.1. L'obligation de réexamen

L'article 314-74 du règlement général de l'AMF demande que « le prestataire de services d'investissement réexamine annuellement la politique d'exécution ainsi que ses dispositifs en matière d'exécution des ordres. » Il ajoute que « Ce réexamen s'impose également à chaque fois qu'une modification substantielle se produit et affecte la capacité du prestataire de services d'investissement à continuer d'obtenir avec régularité le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de ses clients en utilisant les lieux d'exécution prévus dans sa politique d'exécution ».

Position :

En application de l'article 314-74 de son règlement général, l'AMF rappelle que les PSI ont l'obligation de mener, au moins annuellement, un réexamen de leur politique d'exécution et de leurs dispositifs d'exécution quels que soient l'instrument financier et la catégorie de la clientèle à qui elle est destinée. L'AMF précise que ce réexamen doit être formalisé au travers d'un document de synthèse faisant état des éléments pris en compte dans la revue, des lieux d'exécution examinés, des modifications apportées à cette politique, des raisons de ces modifications (ou selon le cas de la reconduction de la politique actuelle) ainsi que des arguments ayant conduit à prendre une décision en matière de connexion (ou de non-connexion) à de nouveaux lieux d'exécution (marché réglementé, SMN, IS, autres courtiers, ...).

Position :

Sur la base du 5 de l'article L. 533-10 du code monétaire et financier et de l'article 313-49 du règlement général de l'AMF, l'AMF demande que les PSI conservent¹⁸ les documents de synthèse formalisant le réexamen annuel de leur politique d'exécution *a minima* pendant 5 ans.

Ces positions s'appliquent à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

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

Bien que l'article 314-74 du règlement général de l'AMF prévoit, outre sa révision annuelle, une révision de la politique d'exécution lorsqu'« une modification substantielle » se produit, cette formulation laisse au PSI une grande marge d'appréciation.

¹⁸ Article 313-49 du règlement général de l'AMF « Le prestataire de services d'investissement conserve les enregistrements mentionnés à l'article L. 533-8 et au 5 de l'article L. 533-10 du code monétaire et financier pendant au moins cinq ans. »

Recommandation :

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

- l'existence d'incidents de marché significatifs ;
- la modification importante dans le niveau des coûts induits par la connexion à une plateforme ;
- la modification du périmètre des instruments financiers traités sur une plateforme ;
- le développement de nouvelles modalités importantes d'exécution ou un changement de modèle de marché d'une plateforme existante ;
- la modification majeure des dispositifs existants, comme un changement significatif dans les moyens humains ou techniques sur lesquels l'entreprise s'appuie pour être en mesure de fournir la meilleure exécution ;
- l'existence de réclamations de clients mettant en évidence un dysfonctionnement majeur¹⁹.

Cette recommandation s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

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

3.2.3.1 Pour tous les instruments financiers

Position :

L'AMF demande, conformément à la réponse à la question 23 du FAQ CESR, que le réexamen de la politique d'exécution consiste en une évaluation globale permettant au PSI de s'assurer que cette politique et/ou les dispositifs incluent toutes les mesures raisonnables que celui-ci pourrait prendre pour obtenir le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres clients. En effet, la politique d'exécution pourrait ne plus être en mesure de délivrer le meilleur résultat possible si les caractéristiques de la clientèle, du type d'ordres ou des lieux d'exécution a évolué significativement depuis le précédent réexamen.

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

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

¹⁹ L'analyse d'une réclamation d'un client qui mettrait en évidence une non-conformité des dispositifs à la politique d'exécution ne générerait pas nécessairement un réexamen global de la politique d'exécution.



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

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

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

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

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

- le PSI pourra évaluer si l'apparition d'une nouvelle plateforme, ou l'augmentation de la liquidité disponible sur une plateforme d'exécution qui ne figure pas dans sa politique d'exécution, peut justifier qu'il l'intègre dans sa politique afin d'améliorer sa qualité d'exécution. Des statistiques agrégées publiques peuvent être utilisées pour évaluer lesdites plateformes par les établissements ne disposant pas d'un accès aux données de marché correspondantes dans des conditions raisonnables. Dans l'examen de l'opportunité de se connecter à une nouvelle plateforme le PSI pourra prendre en compte les critères qualitatifs décrits dans les recommandations des paragraphes 2.2 et 2.3 ;
- sur les marchés traditionnellement OTC comme l'obligataire, les PSI devraient étudier régulièrement les alternatives possibles sur marché réglementé (MR) ou système multilatéral de négociation (SMN) comme les nouvelles plateformes lancées dans le cadre d'initiatives de Place ou à l'initiative d'intermédiaires.

A titre d'illustration de la modification de l'importance relative de certains facteurs de la politique d'exécution :

Le PSI offrant de multiples lieux d'exécution à une clientèle professionnelle qui considère qu'un impact de marché faible est un facteur plus important que la rapidité d'exécution pourra le comparer, pour un même type d'ordres sur différents lieux d'exécution, et ainsi adapter la taille des ordres envoyés à chaque plateforme.

Position :

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

Ces positions s'appliquent à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

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

3.2.3.2 Pour les instruments financiers traités essentiellement de gré à gré

La difficulté du réexamen de la politique d'exécution sur les produits traités essentiellement de gré à gré réside dans l'absence ou quasi-absence d'offre d'outils de mesure de la qualité d'exécution, contrairement aux actions.

Recommandation :

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

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

Cette recommandation s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

3.2.3.3 Pour les Warrants/certificats

Recommandation :

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

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

Cette recommandation s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

3.2.3.4 Pour les CFD

Position :

Le PSI doit réexaminer la pertinence des facteurs qualitatifs (ex : amplitude des horaires de cotation) et quantitatifs (ex : rapidité du rafraîchissement des cotations et d'exécution des ordres) pris en compte dans sa politique.

Il appartient à l'établissement d'examiner s'il doit apporter d'autres modifications à son modèle d'exécution.

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

4. La politique de meilleure sélection

En application de l'article L. 533-18-V du code monétaire et financier, outre les obligations qui pèsent sur les PSI chargés de l'exécution d'ordres, des obligations adaptées à leur activité sont applicables aux PSI qui confient à un tiers, pour exécution, les ordres qu'ils ont reçus et qu'ils n'exécutent pas eux-mêmes, ainsi qu'aux PSI qui gèrent des portefeuilles ou des OPCVM et dont les décisions d'investissement se traduisent par des ordres dont ils confient l'exécution à un tiers.

Ces prestataires sont soumis à des obligations spécifiques définies à l'article 314-75 du règlement général de l'AMF au titre de leur obligation d'agir au mieux des intérêts des clients lorsqu'ils confient à un tiers, pour exécution, les ordres issus de leurs décisions d'investissement ou les ordres qu'ils reçoivent et qu'ils transmettent pour exécution.

Comme précisé en première partie de ce guide, ces obligations ne conduisent pas à dupliquer les efforts en matière d'exécution dans les cas où un prestataire qui fournit le service de réception – transmission d'ordre (RTO) ou de gestion de portefeuille ou d'OPCVM transmet ses ordres pour exécution à un autre PSI mais plutôt à organiser un régime de responsabilités en cascade.

Position :

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

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

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

Ainsi, lorsqu'il transmet à un tiers les ordres qu'il a reçu de ses clients pour exécution ou qui résultent de ses décisions de gestion, le PSI est tenu de prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible en tenant compte des facteurs listés au L. 533-18 du code monétaire et financier (repris en 2.2 de ce guide) et des critères listés à l'article 314-69 du règlement général de l'AMF (caractéristiques du client, de l'ordre, des instruments financiers, des négociateurs vers lesquels l'ordre peut être dirigé).

Pour remplir l'obligation ci-dessus, il doit établir une politique qui sélectionne, pour chaque catégorie d'instruments, le ou les PSI auxquels les ordres sont transmis. Ces PSI doivent avoir une politique d'exécution permettant au PSI qui met en œuvre une politique de sélection de respecter ses propres obligations. Ce dernier doit contrôler régulièrement l'efficacité de cette politique, en particulier la qualité d'exécution des négociateurs sélectionnés, et le cas échéant, corriger les défaillances constatées. De plus, il doit revoir sa politique de façon annuelle ainsi qu'à chaque fois qu'intervient un changement significatif ayant une incidence sur sa capacité à continuer d'obtenir le meilleur résultat possible pour son client.

4.1. L'élaboration de la politique de sélection

L'article 314-75 alinéa V du règlement général de l'AMF précise que le PSI qui reçoit et transmet des ordres ou qui gère des portefeuilles ou des OPCVM « établit et met en œuvre une politique qui lui permet de se conformer à l'obligation mentionnée au IV²⁰ ».

²⁰ IV. - Le prestataire de services d'investissement prend toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour ses clients ou pour l'OPCVM qu'il gère en tenant compte des mesures mentionnées à l'article L. 533-18 du code monétaire et financier. L'importance relative de ces facteurs est déterminée par référence aux critères définis à l'article 314-69, et, pour les clients non professionnels, à l'exigence prévue au I de l'article 314-71.

Lorsqu'il transmet un ordre à une autre entité pour exécution, le prestataire de services d'investissement satisfait aux obligations mentionnées aux I ou II et n'est pas tenu de prendre les mesures mentionnées à l'alinéa précédent dans les cas où il suit des instructions spécifiques données par son client.



Position

Conformément à la question 9 du FAQ CESR, l'AMF considère qu'un PSI qui transmet ou place des ordres auprès d'autres entités peut n'inclure qu'une entité dans sa politique s'il est en mesure de démontrer que cela lui permet de satisfaire à l'exigence globale de meilleure exécution.

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

Les textes ne donnent pas de précision sur le contenu d'une politique de sélection adéquate. Le CESR dans les questions 6 et 17 de son FAQ de mai 2006 apporte des éléments de réponse.

Recommandation :

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

- définisse sa stratégie, les mesures clés prises pour se conformer à l'obligation d'obtenir le meilleur résultat possible et la façon dont ces mesures lui permettent de l'obtenir ;
- rende compte de l'importance relative, ou du procédé de définition de cette importance relative qu'il attribue aux facteurs de meilleure exécution et de la façon dont ces facteurs impactent son choix lorsqu'il confie son ordre à telle ou telle entité pour exécution ;
- mentionne les PSI utilisés²¹ et les critères retenus pour les sélectionner ;
- contienne des informations concernant les politiques d'exécution des PSI sélectionnés pour les différentes catégories d'instruments financiers ;
- mentionne les conditions dans lesquelles les instructions spécifiques pourront être transmises par le PSI au PSI chargé d'exécuter les ordres et les conséquences de ces instructions spécifiques ;
- précise les conditions dans lesquelles le PSI contrôle la pertinence de sa sélection et la remet en cause le cas échéant.

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

Cette recommandation s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

Recommandation :

La plupart des PSI, pour s'acquitter de leur obligation d'informer leurs clients²², mettent leur politique de sélection à disposition de leurs clients sur leur site internet. Dans ce cas-là, l'AMF suggère aux **PSI ayant une clientèle non professionnelle**, que les politiques de sélection ainsi mises à disposition renvoient vers un lien affichant un tableau synthétique répertoriant, en fonction de la catégorie des instruments financiers habituellement traités par les clients, outre les courtiers utilisés, les lieux d'exécution qu'utilisent ces derniers pour offrir la meilleure exécution. Ce tableau devrait être mis à jour en cas de changement de politique.

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

²¹ Cependant conformément à la réponse 4.3 du FAQ CESR de mai 2007 relative aux conditions d'application de la politique de meilleure exécution, qui peut être étendue à la politique de meilleure sélection : [...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 financier inhabituel, avec pour objectif le respect de l'obligation de meilleure exécution....]

²² Cf. article 314-75-V du règlement général de l'AMF.

4.2. Le cas des ordres exécutés en dehors des MR et SMN

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

En effet, dans le cas où un investisseur transmet son ordre à une entité fournissant le service de réception transmission d'ordres (ci-après « entité RTO ») qui le route vers un PSI qui l'exécute, il n'existe pas d'obligation pour l'entité RTO de recueillir l'accord du client final sur la politique d'exécution du PSI qui exécute les ordres. Les textes prévoient dans ce cas que c'est l'entité RTO, en sa qualité de cliente, qui donne son accord sur la politique d'exécution de l'entité exécutant l'ordre²³. L'entité RTO doit à son tour établir une politique de meilleure sélection qui doit être communiquée à ses propres clients, sans que leur accord ne soit requis.

En pratique, il semble que les établissements agissant en qualité de RTO vont souvent au-delà de l'exigence réglementaire, en informant le client final *a minima* de la politique d'exécution retenue par le PSI qui est amené à exécuter leurs ordres conformément à la politique de meilleure sélection du RTO.

Recommandation :

Dans le cas où l'ordre transmis peut être *in fine* exécuté en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation, la politique de sélection devrait clairement le spécifier en précisant les conséquences pour le client (comme le risque de contrepartie, l'absence de carnet d'ordres,...).

Cette recommandation s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

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

5.1. La surveillance régulière de la politique de sélection

L'AMF rappelle que l'article 314-75 alinéas V et VI du son règlement général prévoit que « le PSI contrôle régulièrement l'efficacité de la politique [...], et en particulier, la qualité d'exécution des entités sélectionnées dans le cadre de cette politique. Le cas échéant, il corrige toutes les défaillances constatées. »

Position :

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

Le FAQ CESR précise également que :

- « le contrôle peut inclure la comparaison de transactions semblables :
 - (i) (...) 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 ;

²³ Pour peu que le RTO soit catégorisé comme client par le négociateur et non comme une contrepartie éligible.



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

- « que la méthodologie de surveillance continue est à la discrétion du PSI et que « si un contrôle de toutes les transactions serait disproportionné, d'autres approches, comme des **méthodologies appropriées d'échantillonnage**²⁴, peuvent être suffisantes. ».

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

Cet examen devra couvrir :

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

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

Cette position s'applique à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

5.2. La formalisation du réexamen de la politique de sélection

Le règlement général de l'AMF exige des PSI qu'ils « ...procèdent à un examen annuel de [leur] politique. [...] cet examen doit également être réalisé chaque fois qu'intervient un changement significatif qui a une incidence sur la capacité du prestataire à continuer à obtenir le meilleur résultat possible pour ses clients [...] (cf. article 314-75-VI).

Position :

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

Position :

Sur la base du 5 de l'article L. 533-10 du code monétaire et financier et de l'article 313-49 de son règlement général, l'AMF demande que les PSI conservent les documents de synthèse formalisant leur réexamen annuel de politique de sélection *a minima* pendant 5 ans.

Ces positions s'appliquent à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

²⁴ Ces contrôles par sondage devraient être représentatifs et adaptés à l'activité/la clientèle/la taille/aux types d'ordres du PSI.

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

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

Position :

Il est demandé aux PSI de veiller à ce que la relation contractuelle avec les PSI sélectionnés pour l'exécution des ordres inclue une clause de transmission de politique d'exécution dès lors que celle-ci est modifiée.

Recommandation :

L'AMF recommande aux PSI de prendre en considération, pour déclencher un processus de réexamen de leur politique de sélection, tout changement majeur dans l'offre des PSI d'exécution sélectionnés (modification substantielle de la tarification appliquée, dégradation brutale du dispositif d'exécution qui peut se traduire sous plusieurs formes comme la restriction du périmètre des valeurs traitées, l'abandon de l'accès à un marché, restructuration susceptible d'entraîner des risques opérationnels importants...)

Cette position et cette recommandation s'appliquent à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

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

Position :

Conformément à la réponse 25.2 apportée par le CESR dans son FAQ sur la meilleure exécution, les PSI qui transmettent ou placent des ordres auprès d'autres entités pour exécution, peuvent être amenés à utiliser des approches différentes [du paragraphe 25.1²⁵] concernant leurs obligations de réexaminer et de contrôler leur politique, en fonction du degré d'intervention qu'ils exercent sur la façon dont leurs ordres sont exécutés.

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

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

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

Position :

Conformément à la réponse 25.4 du FAQ CESR, Le PSI transmetteur d'ordres doit également, lors de ce réexamen, apprécier la qualité d'exécution réellement fournie par les entités à qui il confie l'exécution des ordres de ses clients.

²⁵ 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.

Le PSI disposant des agréments ou du statut lui permettant de transmettre des ordres et d'exécuter les ordres par lui-même, devra par ailleurs comparer les résultats obtenus auprès de ces entités à ceux qu'il obtiendrait en exécutant lui-même ces ordres. De plus, il devra étudier la possibilité de recourir à d'autres entités, ou d'exécuter lui-même les transactions pour peu que ses agréments le lui permettent. Ces positions s'appliquent à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

6. Liens entre recherche et sélection

Afin d'éviter une interprétation erronée qui conduirait à exclure la qualité de la recherche des critères possibles de sélection des brokers par le *buy-side*, l'AMF rappelle que, comme indiqué dans la réponse de la Commission Européenne à la question 112 de son Question/Réponse²⁶, si la recherche ne doit pas faire partie des critères d'appréciation pris en compte au titre de la meilleure sélection, elle peut naturellement faire partie de la politique globale de sélection des brokers sous réserve, d'une part qu'une analyse de la qualité d'exécution ait été effectuée, et d'autre part que le coût de la recherche soit compatible avec le respect de la primauté des intérêts des clients.

7. Les pratiques de paiement pour flux d'ordres

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

C'est notamment le cas pour certaines pratiques dont l'AMF a eu connaissance, consistant, pour certaines plateformes de négociation, à octroyer à certains de leurs membres, en échange de l'apport de leur flux d'ordres, des avantages monétaires ou non. Ces avantages peuvent prendre les formes suivantes :

- octroi de réductions tarifaires non publiques ;
- fourniture d'outils ou prise en charge des frais de connectique : cette pratique consiste à recevoir gratuitement de la plateforme (ou de ses opérateurs) des outils permettant de se connecter à cette dernière ;
- attribution d'actions gratuites : cette pratique consiste à se voir offrir une participation capitalistique dans une plateforme.

Les présents développements ne visent pas les politiques tarifaires permanentes des plateformes d'exécution prévoyant des avantages tarifaires liés aux volumes d'ordres transmis par leurs membres, sous réserve que ces politiques soient publiques et équitables. Ils visent des pratiques non transparentes d'octroi de ces avantages à certains de leurs membres seulement.

7.1. Le cas des réductions tarifaires non publiques

Pour être considérée comme légitime, cette pratique doit être analysée au regard du 2°) de l'article 314-76 du règlement général de l'AMF²⁷, qui impose trois critères cumulatifs : la transparence vis-à-vis du client, l'amélioration du service rendu et le respect de l'intérêt du client.

²⁶ cf. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf

²⁷ 2° Une rémunération, une commission ou un avantage non monétaire versé ou fourni à un tiers ou par celui-ci, lorsque les conditions suivantes sont réunies :

a) Le client est clairement informé de l'existence, de la nature et du montant de la rémunération, de la commission ou de l'avantage ou, lorsque ce montant ne peut être établi, de son mode de calcul.

Cette information est fournie de manière complète, exacte et compréhensible avant que le service d'investissement ou connexe concerné ne soit fourni.

Le prestataire de services d'investissement peut divulguer les conditions principales des accords en matière de rémunérations, de commissions et d'avantages non monétaires sous une forme résumée, sous réserve qu'il s'engage à fournir des précisions supplémentaires à la demande du client et qu'il respecte cet engagement ;



Position :

L'AMF considère que les conditions de l'amélioration du service rendu et du respect de l'intérêt du client requises à l'article 314-76 ne peuvent être remplies que lorsque ces réductions tarifaires sont d'une part équitablement et d'autre part, intégralement ou partiellement rétrocédées aux clients. En effet, le PSI qui conserverait de telles rétrocessions pourrait être incité à diriger les flux d'ordres de ses clients vers la plateforme qui les octroie, potentiellement au détriment de l'intérêt de ses clients. Aussi, dans une telle situation le PSI devra examiner ces pratiques au regard des obligations relatives à l'identification et à la gestion des conflits d'intérêts.

L'AMF rappelle également qu'en vertu du a) du 2° de l'article 314-76, une information doit être fournie aux clients sur ces réductions tarifaires.

De plus, elle rappelle que le choix de la plateforme de négociation doit s'opérer en conformité avec les obligations relatives à la meilleure exécution.

En l'état actuel des textes législatifs et réglementaires au niveau européen l'AMF ne peut interdire cette pratique. En tout état de cause, un PSI qui refuserait ce genre de pratique pourrait le valoriser auprès de ses clients.

7.2. Le cas des offres de connectique

Position :

L'AMF considère que les pratiques de fourniture d'outils de connectique, pour être acceptables, doivent respecter les conditions suivantes :

- l'information sur cette offre de connectique doit être rendue publique par la plateforme, et l'offre accessible à tous les acteurs (membres et futurs membres) ;
- elle ne doit pas être conditionnée à l'atteinte d'un seuil en volume de flux, qui serait de nature à inciter le PSI à ne pas agir au mieux des intérêts de ses clients en orientant leurs ordres vers cette plateforme ;
- les clients doivent être informés de la perception de cet avantage par leur intermédiaire.

De plus, le choix de la plateforme doit s'opérer conformément à l'obligation de meilleure exécution et dans le respect des obligations relatives à la prévention et la gestion des conflits d'intérêt.

7.3. Le cas des attributions d'actions gratuites

Position :

L'AMF considère que la perception par un PSI d'actions gratuites de l'opérateur d'une plateforme de négociation, en échange d'un volume de flux d'ordres apporté crée un risque trop élevé, pour le PSI, de ne pas agir d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui sert au mieux les intérêts de ses clients. Les actions gratuites attribuées aux actionnaires historiques au prorata de leur part du capital ne sont pas dans le périmètre de cette position.

Ces positions s'appliquent à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

b) Le paiement de la rémunération ou de la commission, ou l'octroi de l'avantage non monétaire, a pour objet d'améliorer la qualité du service fourni au client et ne doit pas nuire au respect de l'obligation du prestataire de services d'investissement d'agir au mieux des intérêts du client ;

8. L'information des clients sur les modalités d'exécution de leurs ordres et les instruments financiers qu'ils traitent

L'AMF a pu constater une augmentation des plaintes de particuliers sur les produits de type CFD, warrant, certificats. Certaines sont révélatrices du manque de connaissance des investisseurs sur les produits qu'ils traitent, parfois dû à une communication partielle et/ou confuse à leur égard.

L'AMF rappelle que, conformément aux articles 314-10 et suivants de son règlement général, tout PSI se doit d'apporter une information claire, exacte et non trompeuse à ses clients.

Or, dans le cadre de ses missions de suivi des PSI et lors de l'étude qu'elle a réalisée sur la mise en œuvre de la meilleure exécution appliquée à la clientèle de particuliers, l'AMF a mis en évidence le fait que les informations fournies aux clients manquent parfois de clarté ou sont incomplètes voire trompeuses. Or, c'est sur ces fondements que les clients prennent leurs décisions d'investissement.

Position :

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

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

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

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

Il faut une présentation équilibrée entre les avantages et les inconvénients, conformément aux exigences décrites aux articles 314-10 et suivants du règlement général de l'AMF relatifs à l'information claire et non trompeuse. De plus, ce type de communication cité en exemple peut inciter l'investisseur à donner une instruction spécifique sur le lieu d'exécution, avec pour effet d'exempter le PSI de son obligation de meilleure exécution envers son client dans le choix du lieu d'exécution.

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

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

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

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

Lorsque les frais supportés par l'investisseur ne prennent pas la forme d'une commission mais sont constitués d'un *spread*, aucune information n'est donnée au client sur le niveau de ce *spread*. L'AMF considère que des informations devraient être communiquées sur les *spreads* maximum de rémunération et sur la référence prise pour fixer le *spread* (exemple : *mid-point* du sous-jacent sur le marché de référence).

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

Les communications de ce genre sont à éviter. Le PSI doit clairement communiquer auprès de ses clients qu'une position longue sur CFD ne donne pas droit à un dividende équivalent à celui qui serait versé si le client détenait les actions correspondantes.

A contrario, les services de l'AMF ont identifié certaines bonnes pratiques dont elle souhaite recommander l'application aux PSI :

Recommandation :

S'agissant des CFD, la communication du marché de référence²⁸ du sous-jacent avec diffusion de la cotation du sous-jacent sur ce marché devrait être généralisée, afin d'améliorer la transparence de prix vis-à-vis des clients.

Toutefois, si cette diffusion est facilement réalisable pour un indice action ou des actions (car le marché du sous-jacent est transparent), cela semble plus difficile à mettre en place pour d'autres types de sous-jacents tel que le *Forex*.

Par ailleurs, l'AMF a constaté que les particuliers ont une compréhension très vague voire erronée des paramètres influençant l'évolution du cours de certains instruments financiers traités (en particulier s'agissant des warrants et certificats). Il conviendrait d'explicitier dans un support durable (par exemple, fiche produit, écran de passage d'ordre ...) la sensibilité du cours de l'instrument financier aux paramètres principaux.

Recommandation :

Au titre de la fourniture des informations prévues aux articles 314-33 et suivants du RGAMF, le PSI devrait informer son client de l'ensemble des paramètres influençant le cours et le prix de l'instrument traité.

S'agissant des warrants, le PSI devrait communiquer plus largement sur la multiplicité des paramètres qui influencent le cours et mettre l'accent sur ceux qui jouent un rôle majeur dans la valorisation.

Enfin, il convient de rappeler que la fourniture de ces informations ne dispense nullement les PSI des vérifications du caractère approprié²⁹ de l'instrument financier ou du service d'investissement proposé prévues aux articles 314-49 et suivants.

Cette position et ces recommandations s'appliquent à tout PSI, quelle que soit la clientèle (professionnelle et/ou non professionnelle).

²⁸ Le marché de référence doit s'entendre comme le marché le plus liquide.

²⁹ Cf. Position AMF n° 2013-02 – Le recueil des informations relatives à la connaissance du client.

ANNEXE



Service de la Communication

Communiqué de presse

Paris, le 30 octobre 2007

DIRECTIVE MIF : RÈGLE DE MEILLEURE EXÉCUTION / MEILLEURE SÉLECTION

Recommandations du CESR et clarification de la Commission européenne

Le CESR a publié le 29 mai dernier des recommandations¹ sur l'application du dispositif de meilleure exécution des ordres issu de la directive MIF. A ces recommandations sont annexées les clarifications apportées par les services de la Commission européenne sur le champ d'application de la règle de meilleure exécution, en particulier sur son application sur les marchés dirigés par les prix (dealer markets), aux produits structurés, et aux prestataires de services d'investissement (PSI) gérant des portefeuilles et à ceux recevant et transmettant des ordres. Les recommandations du CESR apportent des éclaircissements sur d'autres points tels que le contenu de la politique d'exécution ou de sélection, la portée de l'information des clients et les modalités de recueil de leur consentement, les responsabilités respectives des PSI recevant et transmettant des ordres, des PSI gérant des portefeuilles et des établissements chargés d'exécuter les ordres, la surveillance de la qualité des exécutions obtenues, l'efficacité de la politique etc.

L'analyse et les orientations proposées dans le document de consultation de l'AMF publié fin juillet 2006 se trouvent désormais couvertes par les recommandations établies au plan européen, à l'élaboration desquelles l'AMF a activement contribué et qu'elle fait siennes. Les recommandations et clarifications apportées au plan européen fournissent une interprétation commune aux régulateurs européens des dispositions de la directive qui, dans la plupart des Etats membres et en tout état de cause en France, ont été transposées par reprise à l'identique dans les réglementations nationales.

L'AMF invite les PSI, dans la mise en œuvre de la réglementation, à se référer aux recommandations du CESR et aux clarifications apportées par les services de la Commission européenne dont [une version française est disponible sur le site de l'AMF](#). Elle rappelle également que des éléments très utiles d'interprétation de la réglementation figurent dans les considérants de la directive MIF et de sa directive d'application.

Par ailleurs, l'AMF continue de dialoguer avec les associations professionnelles sur l'application du dispositif et a noté que certaines associations envisagent de mettre au point un document opérationnel destiné à leurs membres.

En fonction de l'expérience tirée des premiers mois d'application de la nouvelle réglementation, l'AMF examinera, en lien avec l'ensemble des parties concernées, intermédiaires et investisseurs, l'opportunité d'établir des documents pédagogiques spécifiques aux différents publics concernés par le dispositif de meilleure exécution/meilleure sélection.

Le document est disponible sur le site de l'AMF rubrique Textes de référence > Directives, recommandations CESR, lois, décrets et arrêtés > Recommandations CESR.

¹ CESR/07-320

Source : Service de la communication de l'AMF - Tél. : 01.53.45.60.39 ou 01.53.45.60.28.