

national qui leur est applicable requiert déjà la mise à disposition d'un document d'informations pour ces FIA.

Quatre ans après la date d'entrée en vigueur, cette exemption fera l'objet d'un réexamen par la Commission européenne. Celle-ci déterminera s'il y a lieu de la prolonger ou si, moyennant des ajustements, les dispositions de la directive OPCVM concernant le DICI pourront être remplacées par celles du Règlement PRIIPS.

Au-delà de l'information précontractuelle, le Règlement PRIIPS donne des pouvoirs d'intervention au régulateur européen des assurances (EIOPA) et aux autorités nationales compétentes en matière de supervision des PRIIPS commercialisés pour le secteur de l'assurance. Il s'agit en réalité d'aligner les pouvoirs des autorités en Europe dans la mesure où le règlement MiFIR dote déjà les superviseurs européens et nationaux des produits bancaires et des produits des marchés financiers de mêmes pouvoirs d'intervention.

Une clause de révision de ce texte est précisée. Quatre ans après l'entrée en vigueur du règlement, la Commission européenne devra réaliser une étude de marché

pour déterminer s'il existe des outils de calcul en ligne permettant à l'investisseur d'évaluer le total des coûts et des frais afférents aux PRIIPs et si ces outils sont mis à disposition gratuitement. De plus, la Commission devra examiner la possibilité de mettre en place un outil permettant de calculer le total des coûts et des frais afférents aux PRIIPs au niveau européen.

La Commission devra également réaliser un bilan de l'alerte visant à informer les investisseurs sur la difficulté de compréhension du PRIIP, un examen de l'application concrète du Règlement et une analyse sur la pertinence du maintien de la dérogation pour les OPCVM et les FIA ayant un DICI.

Le calendrier d'application de ce règlement devrait intervenir d'ici la fin de l'année 2014 ; son entrée en vigueur ne devant pas intervenir avant le second semestre 2016. D'ici là, les trois autorités européennes de supervision des marchés, des banques et des assurances (ESMA, EBA, et EIOPA) - réunis en comité conjoint - auront transmis à la Commission européenne leur avis technique sur les mesures d'application du Règlement. ■

Meilleure exécution.

Position-recommandation AMF n° 2014-07, guide relatif à la meilleure exécution.

Commentaire de Jean-Pierre Bornet

La meilleure exécution constitue le pivot de l'architecture des marchés telle que l'a organisée la Directive MIF. En mettant en place un système où les divers marchés entrent en concurrence, le législateur européen attendait une baisse des coûts d'intermédiation et une organisation optimisée. L'on sait que ces attentes n'ont pas toutes été remplies comme en témoignent les dispositions de la Directive MIF 2 qui tentent de corriger les comportements déviants auxquels l'application de la Directive MIF a donné naissance. Il n'en demeure pas moins que cette concurrence entre marchés demeure et qu'il convient à travers les modalités de mise en place du principe de la meilleure exécution d'en réguler les pratiques notamment en direction de la clientèle des particuliers. C'est dans ce contexte qu'après de nombreuses négociations avec les professionnels, l'AMF a publié un guide relatif à la meilleure exécution, objet de sa position-recommandation n° 2014-07.

Ce guide a été publié à la suite des conclusions d'un groupe de travail dédié réunissant les parties intéressées qui avaient conclu à la nécessité de préciser les attentes du régulateur quant à la définition de la politique de meilleure exécution et à son processus de revue annuelle. Le désintérêt des clients pour ce type d'informations avait par ailleurs été souligné, la grande majorité des clients particuliers passant leurs ordres par l'intermédiaire d'un établissement agissant au titre du service de réception-transmission d'ordres ce qui contribue à opacifier le dispositif.

Ce guide devrait permettre aux professionnels d'harmoniser leurs pratiques, l'AMF ayant constaté des dispa-

rités 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.

Sans en reprendre l'intégralité des dispositions, la Position étant très précise, les points saillants de ce guide sont passés en revue dans les lignes qui suivent.

Le champ d'application de ce guide est cantonné pour l'essentiel de ses dispositions. 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 des transactions sur instruments financiers visées par ce guide, il convient d'appliquer l'obligation de meilleure exécution en tenant compte des spécificités des différents types d'instruments financiers.

Les recommandations/positions et rappels de texte formulés dans le guide sont en conséquence applicables à l'ensemble des instruments financiers sauf mention contraire précisant la classe d'actifs visée. 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...).

Le guide distingue la meilleure exécution de la meilleure sélection. Il vise les deux situations, les chapitres 2 et 3 détaillent 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.

S'agissant de la délicate question de l'application de ces obligations aux opérations conclues avec des clients au titre de négociations pour compte propre, l'AMF rap-

pelle, 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 CESR qui prévoit dans la réponse de la Commission à la question 1 « Négociation pour compte propre sur la base de prix proposés » incluse dans le FAQ CESR :

– 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 ».

L'élaboration de la politique de meilleure exécution s'appuie sur une analyse multicritère comme le précise l'article L. 533-18 du Code monétaire et financier. 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 ». 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).

S'agissant des lieux d'exécution, 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. Toutefois, 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.

En ce qui concerne l'épineuse question de l'application de l'article L. 533-18 du Code monétaire et financier, qui prévoit que les PSI doivent « obten[ir] le consentement préalable exprès de leurs clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un système

multilatéral de négociation », 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).

Pour les 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. Elle édicte en conséquence la position suivante :

« 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" et celle d'agir au mieux des intérêts de ses clients, 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. » Il sera souligné que le contenu de cette position répond aux attentes des professionnels.

La surveillance régulière du dispositif fait l'objet de la revue annuelle de la politique de meilleure exécution dont l'AMF trace les contours avec un certain degré de précisions notamment quant aux modalités de contrôles des opérations traitées dans le cadre de la politique d'exécution. Cette revue doit permettre d'adapter chaque année la politique d'exécution au regard des évolutions constatées et le cas échéant des difficultés rencontrées. L'AMF entend voir les PSI s'interroger chaque année sur la pertinence globale de leur politique. Elle précise ainsi que 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. Il ne s'agit pas d'encourager les PSI à s'orienter obligatoirement vers un service offrant de multiples choix d'exécution mais la position de l'AMF s'inscrit dans une volonté de voir les PSI s'interroger sur leur capacité à offrir la meilleure exécution à leurs clients.

S'agissant de la politique de meilleure sélection applicable aux prestataires qui fournissent le service de réception – transmission d'ordre (RTO) ou de gestion de portefeuille ou d'OPCVM et qui transmettent

leurs ordres pour exécution à un autre PSI, l'AMF entend organiser un régime de responsabilités en cascade. Le PSI transmetteur d'ordres devra s'assurer que l'entité sélectionnée est tenue à son égard à une obligation de meilleure exécution. Pour remplir cette obligation 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.

L'AMF constate que la plupart des PSI, pour s'acquitter de leur obligation d'informer leurs clients, mettent leur politique de sélection à disposition de leurs clients sur leur site internet. Dans ce cas, l'AMF suggère, à titre de recommandation, 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'exé-

cution qu'utilisent ces derniers pour offrir la meilleure exécution. Ce tableau devrait être mis à jour en cas de changement de politique.

Comme la politique d'exécution, la politique de meilleure sélection suppose un contrôle rapproché du prestataire exécutant les ordres et une revue annuelle afin d'en définir les éventuelles modifications ou évolutions.

En ce qui concerne le lien entre recherche et politique de meilleure sélection, l'AMF précise que, comme indiqué dans la réponse de la Commission européenne à la question 112 de son Question/Réponse, 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.

Les dispositions prévues dans ce guide n'étant que des clarifications de textes déjà entrés en vigueur, sont en conséquence 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 du guide soit le 5 août 2014. ■

Conventions concernant la distribution d'instruments financiers.

Position-recommandation AMF n° 2014-05.

Commentaire de Frida Mekoui

La bonne commercialisation de produits financiers passe, à n'en pas douter, par une présentation fidèle du produit aux futurs investisseurs.

Les personnes en charge de la commercialisation du produit (les distributeurs) n'étant pas forcément celles chargées de sa confection (les producteurs), il était important de s'assurer que les informations dont elles disposaient et qui allaient être transmises à l'investisseur étaient conformes au produit financier commercialisé.

Ce fut l'un des objectifs de l'ordonnance n° 2008-1271 du 5 décembre 2008 relative à la mise en place de code de bonne conduite et de conventions régissant les rapports entre producteurs et distributeurs, en matière de commercialisation d'instruments financiers, de produits d'épargne et d'assurance sur la vie qui, s'inspirant de certaines préconisations du rapport Delmas Marsalet¹ publié en 2005 sur la commercialisation des produits

financiers, imposa la formalisation par écrit des relations entre le producteur et son distributeur.

Ainsi fut introduit dans le Code monétaire et financier l'article L. 533-13-1 : le producteur et le distributeur d'instruments financiers donnant lieu à la publication d'un document d'information doivent conclure une convention prévoyant (i) les conditions dans lesquels le distributeur doit soumettre au producteur les communications à caractère promotionnel préalablement à leur diffusion et (ii) la mise à disposition du distributeur par le producteur de toutes les informations nécessaires à la bonne commercialisation des instruments financiers.

Cette disposition fut complétée par un décret publié en 2010² codifié à l'article R. 533-15 du même code, lequel précise les stipulations devant impérativement être prévues dans ces conventions. Il s'agit, entre autres, de l'obligation pour le distributeur de n'utiliser que des documents publicitaires approuvés par le producteur et, de l'obligation pour le producteur de fournir au distributeur les éléments permettant d'apprécier les caractéristiques financières de l'instrument financier ainsi que d'apprécier la conformité des projets de documents publicitaires au prospectus.

1. Rapport Delmas-Marsalet J. relatif à la commercialisation des produits financiers, novembre 2005.

2. Décret 2010-40 du 11 janvier 2010.