

COMMISSION de SURVEILLANCE du SECTEUR FINANCIER

Luxembourg, le 31 juillet 2007

Aux établissements de crédit,
entreprises d'investissement et
sociétés de gestion de droit
luxembourgeois au sens du chapitre
15 de la loi modifiée du 17 décembre
2010

CIRCULAIRE CSSF 07/307 telle que modifiée par les circulaires CSSF 13/560, 13/568, 14/585 et 23/841

Concerne : MIFID : Règles de conduite relatives au secteur financier

Mesdames, Messieurs,

L'objet de la présente circulaire est d'apporter des explications et précisions concernant certaines dispositions de la loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers transposant la directive 2004/39/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 (ci-après : « la loi MiFID ») et du règlement grand-ducal du 13 juillet 2007 relatif aux exigences organisationnelles et aux règles de conduite dans le secteur financier transposant la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 mai 2006 (ci-après : « le règlement grand-ducal MiFID »). **Les dispositions qui suivent sont à lire ensemble avec les dispositions de la loi et du règlement grand-ducal précités qui contiennent le corps des exigences en matière de règles de conduite applicables au secteur financier.**

La présente circulaire n'a pas vocation à traiter de manière exhaustive l'ensemble des dispositions de la loi MiFID et du règlement grand-ducal MiFID. Les précisions portent exclusivement sur : le champ d'application (chapitre 1), les remarques générales (chapitre

2), la responsabilité du conseil d'administration et de la direction autorisée (chapitre 3), le contrôle par le réviseur d'entreprises (chapitre 4), la catégorisation des clients (chapitre 5), l'évaluation si le service à fournir convient au client ou est approprié pour lui (« suitability » et « appropriateness ») (chapitre 6), les conflits d'intérêts (chapitre 7), les avantages (« inducements ») (chapitre 8), l'obligation de meilleure exécution (chapitre 9), les règles de traitement des ordres des clients (chapitre 10), l'information des clients existants et potentiels (chapitre 11), la nécessité d'un écrit fixant les droits et obligations des parties (chapitre 12), les rapports à fournir aux clients (chapitre 13), les enregistrements à conserver (chapitre 14) et les règles à observer dans des situations concurrentielles spécifiques (chapitre 15).

Les précisions fournies dans la présente circulaire relatives aux chapitres 8, 9 et 14 sont basées sur les recommandations publiées par le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), annexées à la présente.

Par le terme « MiFID » la présente circulaire se réfère à la directive 2004/39/CE et à la directive 2006/73/CE ainsi qu'à la loi MiFID et au règlement grand-ducal MiFID.

Par l'abréviation « LSF » on désigne ci-après la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

Chapitre 1 Champ d'application	5
Chapitre 2 Remarques générales	7
Chapitre 3 Responsabilité du conseil d'administration et de la direction autorisée	8
3.1 Responsabilité du conseil d'administration	8
3.2 Responsabilité de la direction autorisée	8
3.3 Précisions sur la fonction de gestion des risques, la fonction compliance et la fonction d'audit interne	9
Chapitre 4 Contrôle par le réviseur d'entreprises	10
Chapitre 5 Catégorisation des clients	10
5.1 Remarques générales	10
5.2 Clients de détail	12
5.3 Clients professionnels	12
5.4 Contreparties éligibles	13
Chapitre 6 Evaluation si le service à fournir convient au client ou est approprié pour lui (« suitability » et « appropriateness »)	15
6.1 Evaluation si le service convient au client (« suitability test »)	15
6.2 Evaluation du caractère approprié (« appropriateness test ») et « execution only »	17
Chapitre 7 Conflits d'intérêts	18
7.1 Remarques générales	18
7.2 Politique en matière de conflits d'intérêts	19
Chapitre 8 Avantages (« inducements »)	19
8.1 Remarques générales et champ d'application	19
8.2 Avantages visant à améliorer la qualité du service	21
8.3 Informations à fournir au client	21
Chapitre 9 Obligation de meilleure exécution	22
9.1 Remarques générales et champ d'application	22
9.2 Instructions spécifiques	23
9.3 Politique d'exécution	24
9.4 Obligations de revue et de suivi (« review and monitoring »)	25
9.5 Application aux établissements effectuant la gestion de portefeuilles ou la réception et transmission des ordres	26
Chapitre 10 Règles de traitement des ordres des clients	26
10.1 Remarques générales	26
10.2 Regroupement des ordres et des transactions pour compte propre	27

Chapitre 11	Information des clients et des clients potentiels	28
11.1	Remarques générales.....	28
11.2	Clients de détail.....	29
11.3	Clients professionnels.....	31
Chapitre 12	Nécessité d'un écrit fixant les droits et obligations des parties.....	31
Chapitre 13	Rapports à fournir aux clients	32
Chapitre 14	Enregistrements à conserver.....	33
Chapitre 15	Règles à observer dans des situations concurrentielles spécifiques	33
Chapitre 16	Dispositions abrogatoires et entrée en vigueur	34

Chapitre 1 Champ d'application

1. La présente circulaire s'adresse aux établissements de crédit et entreprises d'investissement de droit luxembourgeois, y inclus leurs succursales établies dans un autre Etat membre de l'Union européenne, sous réserve du point 5 ci-après. Par ailleurs, la présente circulaire s'adresse aux succursales luxembourgeoises d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement de pays tiers.
2. Les succursales d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement d'autres Etats membres de l'Union Européenne établies au Luxembourg sont également concernées par la présente circulaire.

Les domaines de compétence en ce qui concerne ces succursales pour lesquels la CSSF a la responsabilité sont les suivants :

- les règles de conduite (LSF art. 37-3) ;
- les informations aux clients et aux clients potentiels (LSF art. 37-3) ;
- les informations sur le profil du client (LSF art. 37-3) ;
- les données des clients (LSF art. 37-3) ;
- le reporting des services fournis aux clients (LSF art. 37-3) ;
- la meilleure exécution et le traitement des ordres (LSF art. 37-5 et 37-6 ; règlement grand-ducal MiFID art. 45) ;
- l'obligation de préserver l'intégrité du marché et les déclarations des transactions (loi MiFID art. 28) ;
- la transparence avant et après négociation (loi MiFID art. 26 et 27) ;
- le droit d'examiner les arrangements et de demander des changements aux obligations ci-dessus (LSF art. 45 (4)).

Les règles concernant les conflits d'intérêts (chapitre 7) sont édictées par l'autorité de contrôle du pays d'origine de la succursale. Bien que la CSSF soit chargée de faire appliquer les règles en matière de conservation des données (art. 45 (5) de la LSF), les succursales doivent respecter les règles y relatives stipulées par l'autorité de contrôle de leur Etat d'origine.

3. La circulaire, pour autant qu'elle a trait aux articles 13 (3), 37-1 et 37-3 de la LSF, s'applique en outre aux sociétés de gestion de droit luxembourgeois au sens du chapitre 15 de la loi modifiée du 17 décembre 2010 pour les services de gestion de portefeuilles d'investissement, y compris ceux qui sont détenus par des fonds de retraite, qu'elle fournit sur une base discrétionnaire et individualisée, dans le cadre d'un mandat donné par des investisseurs, lorsque ces portefeuilles comportent un ou plusieurs des instruments énumérés à la section B de l'annexe II de la LSF. Le terme « établissement » utilisé dans la présente circulaire regroupe toutes les entités visées par le champ d'application de la loi MiFID.

4. Les règles de conduite du secteur financier définies par la LSF et le règlement grand-ducal MiFID s'appliquent également lors de la prestation de services et de l'exercice des activités d'investissement par un établissement de droit luxembourgeois sur le territoire d'un autre Etat membre de l'Union européenne.
5. Les succursales d'établissements luxembourgeois établies dans un autre Etat membre de l'Union européenne doivent respecter les règles de conduite de l'Etat d'accueil pour les services qu'elles prestent sur le territoire de cet Etat. Les succursales d'établissements luxembourgeois établies dans un pays hors Union Européenne doivent respecter les règles de conduite du pays d'accueil qui leur sont applicables.
6. Les établissements qui font appel à des agents liés doivent contrôler les activités de ceux-ci afin de garantir que les règles de conduite du secteur financier sont respectées. L'agent lié au sens de la loi MiFID est une personne qui, à la différence d'un apporteur d'affaires, n'exerce pas ses fonctions de manière indépendante mais uniquement pour le compte et sous la responsabilité entière et inconditionnelle d'un seul et unique établissement. Les établissements restent entièrement responsables des actions effectuées par les agents liés agissant pour leur compte dans le cadre d'un accord commercial. Si un établissement recourt à un agent lié établi dans un autre Etat membre de l'Union Européenne, cet agent lié est soumis aux dispositions relatives aux succursales de la présente circulaire et des règles afférentes de MiFID.

Chapitre 2 Remarques générales

7. Le nouvel article 37-3 (1) de la LSF exige des établissements, lorsqu'ils fournissent à des clients des services d'investissement et, le cas échéant, des services auxiliaires, d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui sert au mieux les intérêts des clients. Ce principe général était déjà le principe-clé des obligations professionnelles introduites en 1998 à l'article 37 de la LSF. Du fait que les principes à la base des règles de conduite de l'ancien article 37 de la LSF et que ceux à la base des règles de conduite de MiFID ont la même finalité, la réglementation MiFID confirme l'approche générale appliquée depuis cette date par les établissements de la place. La circulaire CSSF 2000/15 publiée par application de l'ancien article 37 trouve sa continuation logique dans les dispositions de la présente circulaire.
8. Le principe général de l'article 37-3 (1) de la LSF doit guider les établissements dans la mise en œuvre des règles définies par la loi et le règlement grand-ducal MiFID. Les différents éléments des règles de conduite du secteur financier prévus par la loi et le règlement grand-ducal MiFID, par exemple les obligations en matière de conflits d'intérêts, avantages, meilleure exécution ou rapports aux clients, ne sont pas à considérer isolément, mais comme liés entre eux par l'obligation d'agir dans l'intérêt des clients.
9. Cette obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui sert au mieux les intérêts des clients couvre l'ensemble des règles plus spécifiques qui avaient été fixées par la circulaire CSSF 2000/15, dont certaines n'ont pas été explicitement reprises dans la loi MiFID ou le règlement grand-ducal MiFID, mais qui découlaient clairement de l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui sert au mieux les intérêts des clients.
10. L'établissement veille à ce qu'il ne se crée pas de lien de dépendance du client par rapport à l'employé qui en a la charge et que notamment le client ne relève pas de la compétence exclusive d'un employé.
11. L'établissement qui constate que l'un de ses employés ou un de ses agents liés contrevient ou tente de contrevenir à la réglementation doit immédiatement prendre les mesures qui s'imposent et, en fonction de la gravité de la situation, en avertir la CSSF.
12. Au cas où un client introduit une réclamation auprès d'un établissement concernant un service que celui-ci lui a fourni, l'établissement doit traiter pareille réclamation de façon appropriée et dans un délai raisonnable en fonction de la nature du problème soulevé, en conformité avec la circulaire IML 95/118.

Chapitre 3 Responsabilité du conseil d'administration et de la direction autorisée

Références :

LSF : Art. 37-1

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 6 à 9

3.1 Responsabilité du conseil d'administration

13. Le conseil d'administration a la responsabilité de fixer une politique et des procédures permettant de respecter les dispositions de la loi et du règlement grand-ducal MiFID ainsi que de la présente circulaire.

Concrètement, le conseil d'administration:

- arrête une politique et des procédures efficaces de gestion des risques (proposées par la direction autorisée et élaborées par la fonction de gestion des risques) permettant d'identifier les risques liés aux activités et aux services, aux processus et aux systèmes de l'établissement, et, le cas échéant, de déterminer le niveau de risque toléré par l'établissement ;
 - charge la direction autorisée d'adopter des dispositifs, des processus et des mécanismes efficaces de gestion des risques liés aux activités et services, processus et systèmes eu égard au niveau de tolérance au risque de l'établissement ;
 - charge la direction autorisée de mettre en place une fonction de gestion des risques au fonctionnement indépendant lorsque cela est approprié et proportionné eu égard à la nature, à l'échelle et à la complexité des activités de l'établissement, ainsi qu'à la nature et à l'éventail des services et des activités d'investissement composant les activités de l'établissement.
14. Le conseil d'administration doit s'assurer à intervalles réguliers, dans le respect de sa mission de surveillance, que l'établissement dispose d'une politique et de procédures adéquates en la matière. Cette surveillance peut notamment se faire sur base des rapports à remettre par la direction autorisée conformément au point 18.

3.2 Responsabilité de la direction autorisée

15. La direction autorisée de l'établissement est responsable de la mise en œuvre de la politique et des procédures adoptées par le conseil d'administration relatives aux dispositions de la loi et du règlement grand-ducal MiFID ainsi que de la présente circulaire. La politique et les procédures doivent être fixées par écrit. La direction autorisée veille à l'application correcte de cette politique ainsi que des procédures. Elle désigne un de ses membres en charge des règles de conduite du secteur

financier et elle communique son nom à la CSSF avant le 31 décembre 2007, ainsi que tout changement ultérieur y afférent.

16. La direction autorisée portera la politique et les procédures requises par la loi, le règlement grand-ducal MiFID et par la présente circulaire ainsi que tout changement à ce sujet à la connaissance du personnel concerné.
17. La direction autorisée détermine les moyens humains et techniques à mettre en œuvre pour appliquer correctement la politique et les règles en question. Elle fait contrôler régulièrement le respect de cette politique et des procédures y relatives par sa fonction compliance et par sa fonction d'audit interne. A cet effet, elle se fait remettre régulièrement, et au moins une fois par an, des rapports écrits par les fonctions précitées. Ces rapports doivent présenter en particulier les insuffisances relevées, les mesures correctrices prises et le suivi effectif de ces mesures.

La direction autorisée veille à ce que régulièrement, et au moins une fois par an, un rapport sur le fonctionnement de la gestion des risques soit établi dans le cadre de son suivi critique de la politique et des procédures en la matière conformément au point 13.
18. La direction autorisée communique régulièrement, et au moins une fois par an, au conseil d'administration des rapports sur les questions couvertes par la fonction d'audit interne, la fonction compliance et, si elle est requise, la fonction de gestion des risques.
19. Les établissements communiquent à la CSSF une copie des rapports visés au point 18.

3.3 Précisions sur la fonction de gestion des risques, la fonction compliance et la fonction d'audit interne.

20. La fonction de gestion des risques telle que définie au point 13 ci-avant a pour objectif :
 - d'élaborer et de mettre en œuvre la politique et les procédures visées ci-dessus ;
 - de faire un suivi critique de la politique et des procédures, de rédiger des rapports à la direction autorisée à ce sujet et de la conseiller.

Si la fonction n'est pas dotée de ses propres ressources, les tâches incombant à la gestion des risques peuvent être exercées par la direction autorisée elle-même ou par des personnes spécifiquement désignées par elle à cet effet, ceci dans le respect du principe de la séparation des tâches et de l'indépendance de la fonction.

Il est rappelé que la mission de la fonction compliance est d'identifier et d'évaluer le risque de l'établissement de ne pas être conforme dans la pratique de son activité aux dispositions de la loi MiFID, du règlement grand-ducal MiFID, de la présente circulaire ainsi que des règles et

procédures que l'établissement s'est données dans le cadre de sa politique de gestion des risques.

« Pour les sociétés de gestion, la circulaire CSSF 04/155 (relative à la fonction compliance) de même que la circulaire IML 98/143 (relative au contrôle interne et à l'audit interne) restent pleinement d'application. Pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, les dispositions de la circulaire CSSF 12/552 en matière de contrôle interne, y compris les fonctions de contrôle interne, s'appliquent. »¹

21. Lorsqu'il n'est pas approprié et proportionné, eu égard à la nature, à l'échelle et à la complexité de l'activité de l'établissement, ainsi qu'à la nature et à l'éventail des services et des activités d'investissement composant son activité, de mettre en place une fonction de gestion des risques au fonctionnement indépendant telle que visée au point 13, le conseil d'administration doit cependant veiller à ce que des mesures soient prises pour permettre à l'établissement de satisfaire à l'exigence d'une gestion efficace des risques.

Chapitre 4 Contrôle par le réviseur d'entreprises

22. Le compte rendu analytique à établir par le réviseur d'entreprises en vertu des circulaires CSSF 01/27 et 03/113 doit contenir une appréciation des règles établies en vertu de la présente circulaire et de leur application. Le rapport doit également indiquer le membre de la direction autorisée en charge des règles de conduite du secteur financier, ainsi que tout changement concernant la personne en question. Le premier rapport qui doit en tenir compte est celui qui est relatif au contrôle de l'exercice que l'établissement clôture après le 30 septembre 2008.

Chapitre 5 Catégorisation des clients

Références :

LSF : Art. 37-7 et Annexe III

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 33 et 59

5.1 Remarques générales

23. MiFID prévoit une application différenciée des règles de conduite selon le type de client. Elle opère une distinction entre clients de détail, clients professionnels et contreparties éligibles.

¹ Circulaire CSSF 13/568

24. Les clients de détail bénéficient d'un niveau de protection plus élevé que les clients professionnels, qui sont supposés disposer pour les types de service d'investissement pour lesquels ils sont classés en tant que clients professionnels de l'expérience, des connaissances et de la compétence leur permettant de prendre leurs propres décisions d'investissement et d'apprécier de manière adéquate les risques. Dans son évaluation de l'expérience et des connaissances du client, l'établissement peut tenir compte des informations et avertissements sur les risques inhérents aux instruments financiers en question qu'il a fournis à ses clients.
25. La dénomination « clients de détail » adoptée par MiFID ne remet pas en cause la terminologie utilisée par les établissements pour désigner leurs clients non professionnels. Les établissements sont libres d'utiliser des termes alternatifs tels que « clients particuliers » ou « clients privés » lors de leurs communications à la clientèle.
26. MiFID ajoute une troisième catégorie de clients, les contreparties éligibles, à laquelle certaines protections ne sont pas applicables. (voir section 5.4)
27. MiFID permet un changement de catégorie de client, pour autant que certaines conditions soient remplies. Lorsqu'un client demande une classification différente, soit de manière générale, soit transaction par transaction, l'établissement a le choix de lui fournir le service sur cette nouvelle base.
28. L'établissement doit informer, sur un support durable, le client de son droit de demander une catégorisation différente ainsi que des restrictions qui peuvent en résulter au niveau de son degré de protection. La notion de support durable est définie à l'article 2 du règlement grand-ducal MiFID. Sous certaines conditions spécifiées à l'article 3 du même règlement, un site Internet peut constituer un support durable.
29. Afin de mettre en œuvre les dispositions de l'annexe III de la LSF, les établissements doivent se doter de politiques et de procédures internes appropriées, consignées par écrit, permettant le classement des clients.
30. Toutefois, afin de simplifier sa gestion interne, un établissement peut décider de traiter tous ses clients comme clients de détail, conformément à l'article 33 (3) du règlement grand-ducal MiFID.
31. Un établissement qui a respecté les critères établis par FESCO (The Forum of European Securities Commission) pour déterminer si un client est professionnel, tels que repris dans l'annexe de la circulaire CSSF 2000/15, peut garder cette même classification pour les clients professionnels sous MiFID sans révision de chaque cas individuel. Le point 2 de l'annexe III, section B, de la LSF précise que la classification de clients déjà catégorisés comme professionnels n'est pas affectée pour autant que cette classification a été effectuée sur base de critères et procédures semblables à ceux retenus par MiFID.

32. Les établissements peuvent automatiquement catégoriser les clients non professionnels existants comme clients de détail sous MiFID sans être obligés de les informer de leur classification.
33. Le règlement grand-ducal MiFID (art. 33 (1)) précise que les nouveaux clients ainsi que les clients dont la catégorie a changé doivent être informés de leur classification.

5.2 Clients de détail

34. La catégorie des clients de détail regroupe par défaut toutes les personnes qui ne correspondent pas aux critères définis pour les clients professionnels et les contreparties éligibles. Ces clients bénéficient d'un niveau de protection additionnel par rapport aux clients professionnels, notamment en raison des informations détaillées que les établissements doivent leur fournir sur les services et instruments financiers proposés et en raison de l'obligation imposée aux établissements d'évaluer les connaissances, l'expérience et l'expertise des clients avant la prestation de services d'investissement.

5.3 Clients professionnels

35. Le dispositif de protection des clients professionnels tient compte des connaissances et de l'expérience qu'ont généralement ces clients en rapport avec les services d'investissement qu'ils demandent ou qui leur sont proposés. En conséquence, ces clients sont en mesure de décider eux-mêmes des informations dont ils ont besoin pour prendre leurs décisions en connaissance de cause.
36. La catégorie des clients professionnels comprend, d'une part, des professionnels classés automatiquement comme tels et, d'autre part, des clients pouvant être traités comme professionnels à leur propre demande.
37. Pour la première catégorie de professionnels, les clients professionnels « per se », les critères d'identification sont prévus à l'annexe III section A de la LSF et restent quasiment inchangés par rapport à ceux prévus à la circulaire CSSF 2000/15. La différence est que les entreprises qui atteignent un certain seuil en termes de somme de bilan, de capitaux propres ou de chiffre d'affaires sont désormais automatiquement considérées comme clients professionnels, alors que d'après la circulaire CSSF 2000/15, les grandes entreprises ne pouvaient être traitées comme des professionnels qu'à leur propre demande.
38. La deuxième catégorie de professionnels « sur demande » comprend les clients qui peuvent être autorisés à renoncer, à leur propre demande, à une partie de la protection offerte par les règles de conduite. Un tel classement n'est possible que si l'établissement a évalué que les connaissances, l'expérience et la compétence du client lui procure l'assurance raisonnable,

à la lumière des transactions ou des services envisagés, que celui-ci est en mesure de prendre ses propres décisions d'investissement et de comprendre les risques qu'il encourt. Un client professionnel « sur demande » ne peut être présumé posséder des connaissances et une expérience du marché comparables à celles des clients professionnels « per se ». La loi MiFID propose à l'annexe III section B de la LSF des critères permettant d'évaluer le respect de cette condition (essentiellement les mêmes que ceux définis dans la circulaire CSSF 2000/15). Au moins deux des critères suivants doivent être réunis :

1. le client a effectué en moyenne 10 transactions d'une taille significative par trimestre au cours des 4 trimestres précédents sur le marché concerné ;
 2. la valeur du portefeuille d'instruments financiers du client, défini comme comprenant les dépôts bancaires et les instruments financiers, dépasse 500.000 euros ;
 3. le client occupe depuis au moins un an ou a occupé pendant au moins un an dans le secteur financier une position professionnelle requérant une connaissance des transactions ou des services envisagés.
39. A la différence des professionnels « per se », les professionnels « sur demande » doivent, d'une part, notifier à l'établissement par écrit leur souhait d'être traités comme professionnels de manière générale ou pour certains services ou transactions spécifiques et, d'autre part, déclarer par écrit dans un document distinct des conditions générales d'être conscients des conséquences de cette renonciation aux protections prévues. L'établissement doit clairement préciser les protections dont le client risque de se priver, par exemple les informations qu'il ne recevra plus automatiquement et l'évaluation du caractère approprié qui ne sera plus effectuée.
40. Concernant la mise à jour de la classification des clients professionnels, MiFID souligne qu'il incombe à ces derniers d'informer l'établissement de tout changement les concernant.

5.4 Contreparties éligibles

41. Les établissements qui ont un agrément pour (1.) exécuter des ordres pour compte de clients, (2.) négocier pour compte propre ou (3.) recevoir et transmettre des ordres peuvent susciter des transactions avec des contreparties éligibles ou conclure des transactions ou tout service auxiliaire lié à ces transactions entre contreparties éligibles. Il s'agit donc de tout établissement de crédit, ainsi que de toute entreprise d'investissement à l'exception des entreprises d'investissement exploitant un MTF au Luxembourg et des conseillers en investissement. S'il ne fait pas partie d'une des exceptions précitées, l'établissement peut donc soit travailler en tant que « principal » et être lui-même partie prenante à la transaction, soit

agir comme « agent » et susciter une transaction entre deux contreparties éligibles.

42. Toutes les entreprises d'investissement sans exception peuvent cependant constituer une contrepartie éligible. L'article 37-7 (2) de la LSF donne la liste des professionnels qui sont traités comme contrepartie éligible. Les contreparties de pays tiers équivalentes à ces catégories peuvent également être considérées comme contreparties éligibles.
43. Lorsqu'il traite avec des contreparties éligibles, un établissement est dispensé de l'application des articles 37-3 (règles de conduite), 37-5 (meilleure exécution) et 37-6 (1) (règles de traitement des ordres des clients) de la LSF en rapport avec les services visés au point 41. Par contre, étant donné que les contreparties éligibles sont supposées agir comme clients, les autres dispositions de MiFID restent d'application.
44. Additionnellement, conformément à l'article 59 (1) du règlement grand-ducal MiFID, sont à considérer comme contreparties éligibles les clients professionnels « per se » relevant des catégories de clients 1, 2 et 3 de l'annexe III, section A, de la LSF.
45. Un établissement peut considérer un client professionnel « sur demande », qui respecte les critères énoncés à l'annexe III section B de la LSF, comme contrepartie éligible à condition qu'il s'agisse d'une entreprise (undertaking) ; une personne physique ainsi que toute autre personne qui n'est pas une « entreprise » ne peut dans aucun cas être traitée comme contrepartie éligible. Une entreprise ne peut être considérée comme contrepartie éligible que pour les services ou transactions pour lesquels elle est également traitée comme client professionnel. Un client professionnel sur demande doit donner sa confirmation expresse d'être traité comme contrepartie éligible et de renoncer à une partie de sa protection. Cette confirmation peut être générale ou porter sur une transaction individuelle. De même un établissement peut refuser le statut de contrepartie éligible à un client professionnel sur demande, soit de manière générale, soit pour un certain type de transactions.
46. Les clients classés comme contreparties éligibles peuvent demander la protection prévue aux articles 37-3, 37-5 et 37-6 de la LSF, soit de manière générale, soit pour chaque transaction. Cette option est particulièrement importante pour les contreparties éligibles qui sont des établissements agissant pour le compte de leurs clients et qui doivent en conséquence s'acquitter de l'obligation d'agir au mieux des intérêts de leurs clients fixée à l'article 37-3 (1) de la LSF.

Chapitre 6 Evaluation si le service à fournir convient au client ou est approprié pour lui (« suitability » et « appropriateness »)

Références :

LSF : Art. 37-3 (4), 37-3 (5) et 37-3 (6)

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 40 à 45

6.1 Evaluation si le service convient au client (« suitability test »)

47. L'article 37-3 (4) de la LSF ainsi que l'article 41 (2) du règlement grand-ducal MiFID exigent des établissements, lorsqu'ils fournissent des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuilles, de prendre en compte les connaissances et l'expérience du client en matière d'investissement, sa situation financière et ses objectifs d'investissement afin de lui recommander les services d'investissement et les instruments qui lui conviennent (« suitability test »). Dans le cadre de la gestion discrétionnaire, ces informations sont à obtenir au début de la relation avec le client afin de définir le type de produits qui conviennent au client.
48. Ce principe continue l'obligation professionnelle posée par l'ancien article 37 de la LSF de s'informer de la situation financière des clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés.
49. Le règlement grand-ducal MiFID détaille le contenu des informations à obtenir auprès du client pour ce qui est de sa situation financière (art. 41(4)) ainsi que de ses objectifs d'investissement (art. 41(5)). L'article 43 (1) du même règlement énumère les renseignements qui doivent être obtenus pour évaluer l'expérience et la connaissance du client. Le règlement grand-ducal MiFID requiert que les établissements obtiennent de leurs clients existants et potentiels les informations nécessaires pour connaître les faits essentiels concernant le client et pour disposer d'une base suffisante pour considérer, compte tenu de la nature et de l'importance du service fourni, que la transaction qu'ils entendent recommander ou engager dans le cadre du service de gestion de portefeuilles satisfait aux trois critères décrits au point 48.
50. Le degré de détail des informations requises pour évaluer la « suitability » variera selon le type de services ou d'instruments financiers proposés.

Une transaction peut ne pas être en adéquation avec le profil du client en raison des risques inhérents aux instruments financiers concernés, du type de transaction, des caractéristiques de l'ordre ou de la fréquence des opérations. Dans le cadre de la gestion de portefeuilles discrétionnaire, une transaction peut aussi être inadéquate si elle compromet l'adéquation de la composition du portefeuille dans son entièreté.

L'établissement doit s'abstenir d'effectuer de sa propre initiative pour ses clients des transactions inutiles ou contraires à l'intérêt de ses clients, ou d'exécuter des transactions qui au vu de leur fréquence ou de leur volume doivent être considérées comme effectuées dans le seul intérêt de l'établissement.

51. L'article 43 (3) du règlement grand-ducal MiFID spécifie que l'établissement peut se fonder sur les informations fournies par ses clients ou clients potentiels, sauf s'il savait ou aurait dû savoir que celles-ci sont manifestement périmées, erronées ou incomplètes.
52. Un établissement peut également se fonder dans le cadre d'un « suitability test » qu'il effectue lui-même sur les informations communiquées par un autre établissement lorsqu'il reçoit par l'intermédiaire de celui-ci l'instruction de fournir des services d'investissement ou des services auxiliaires pour un client. Dans ce cas, l'établissement ayant transmis l'instruction demeure responsable de l'exhaustivité et de l'exactitude des informations transmises.
53. Sous sa propre responsabilité, un établissement peut se fonder sur des informations provenant d'établissements hors UE pour autant qu'il se soit assuré que ces établissements sont soumis à des règles équivalentes à celles de MiFID en termes de « suitability ». De même, l'établissement peut se fonder sur le « suitability test » effectué par un autre établissement. Lorsque cette évaluation a été effectuée par un établissement d'un pays tiers, l'établissement doit s'assurer que cette évaluation a été effectuée selon des critères équivalents en termes de « suitability » à ceux prévus à l'article 37-3 (4) de la LSF.
54. Lorsque l'établissement ne reçoit pas les informations nécessaires pour évaluer si le service d'investissement ou l'instrument financier en question convient au client, il ne doit pas le recommander au client. Dans le cadre de la gestion discrétionnaire, l'établissement ne doit pas recommander un certain type de services au client lorsque des informations pertinentes font défaut.

Clients professionnels

55. L'établissement peut présupposer qu'un client professionnel dispose de l'expérience et des connaissances requises. Si le client en question n'est pas classé comme professionnel pour tous les services, produits ou transactions, cette présomption ne vaut toutefois que pour les produits, services et transactions pour lesquels il est classé comme professionnel.
56. Lorsqu'un établissement offre du conseil en investissement à un client classé comme professionnel « per se », il peut supposer que le client est financièrement en mesure de supporter tout risque lié à l'investissement compatible avec ses objectifs d'investissement. Dans ce cas, l'établissement se limite à évaluer si la transaction conseillée répond aux objectifs

d'investissement du client en question. Si l'établissement fournit un conseil en investissement à un client classé comme professionnel « à sa demande », l'établissement doit évaluer aussi bien la conformité aux objectifs du client que sa capacité financière à faire face aux risques liés à la transaction. Cette dernière obligation vaut également dans le cadre de la gestion de portefeuilles discrétionnaire, aussi bien pour les clients classés comme professionnels « per se » qu'« à leur demande ».

6.2 Evaluation du caractère approprié (« appropriateness test ») et « execution only »

57. Lorsque le service d'investissement fourni est un service autre que le conseil en investissement ou la gestion de portefeuilles, les établissements doivent vérifier, conformément à l'article 37-3 (5) de la LSF, si le client possède l'expérience et les connaissances nécessaires pour appréhender les risques inhérents au produit ou service d'investissement proposé ou demandé.
58. L'évaluation du caractère approprié du service à fournir n'est pas imposée dans un certain nombre de situations :
 - a) Les clients classés comme professionnels pour un certain service ou produit, soit d'office soit à leur propre demande, sont présumés disposer des connaissances et de l'expérience nécessaires pour appréhender les risques inhérents à ce produit ou service. En conséquence, l'établissement n'est plus obligé d'effectuer un « appropriateness test » dans ces situations.
 - b) D'après l'article 37-3 (6) de la LSF, lorsque le service d'investissement en question consiste en l'exécution et/ou la réception et transmission d'ordres du client et que certaines autres conditions sont remplies, l'établissement n'est pas tenu à évaluer le caractère approprié du service (« execution only »). Le service doit être fourni à l'initiative du client et concerner les instruments financiers énumérés au premier tiret de l'article 37-3 (6) de la LSF ou d'autres instruments financiers non complexes. Sans fournir une liste exhaustive des instruments non complexes, le règlement grand-ducal MiFID propose certains critères à l'article 44. Dans le cadre de l'« execution only », l'établissement doit avertir le client qu'il n'est pas tenu d'évaluer le caractère approprié. Cet avertissement peut être transmis sous une forme standardisée.
 - c) Pour une série de transactions impliquant le même type de service ou de produit, l'établissement n'est pas obligé d'effectuer pour chaque transaction une nouvelle évaluation du caractère approprié.
 - d) Finalement, un client qui s'est engagé dans des transactions impliquant un type particulier de service ou de produit avant le 1^{er} novembre 2007 est présumé disposer du niveau d'expérience et de connaissances requis pour appréhender les risques inhérents à ce produit ou service d'investissement. L'établissement n'est dès lors pas obligé

d'effectuer un nouvel « appropriateness test » pour des services déjà fournis au client dans le passé.

59. Dans les situations où l'établissement est obligé d'évaluer le caractère approprié, il peut tenir compte des informations et avertissements sur les risques liés aux instruments financiers qu'il a fournis à ses clients en application de l'article 36 du règlement grand-ducal MiFID.
60. Contrairement au « suitability test » qui interdit à un établissement de recommander un produit qui ne convient pas au client, l'établissement peut réaliser la transaction envisagée même si elle n'est pas appropriée pour le client. Il doit cependant avertir le client qu'il estime que le produit ou service en question n'est pas approprié pour lui.
61. De même, l'établissement peut réaliser une transaction même si le client ne fournit pas les informations nécessaires pour juger du caractère approprié du produit ou service. Il doit dans ce cas en avertir le client. Afin de limiter ce type de situations, l'article 43 (2) du règlement grand-ducal MiFID précise que l'établissement ne doit pas encourager le client à ne pas fournir l'information requise.

Chapitre 7 Conflits d'intérêts

Références :

LSF: Art. 37-1 (2) et 37-2

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 23 à 26

7.1 Remarques générales

62. Tout établissement doit prendre les mesures raisonnables en vue de détecter les conflits d'intérêts potentiels entre les intérêts de l'établissement (y compris de leurs dirigeants, de leurs salariés et, le cas échéant, de leurs agents liés), d'une part, et, d'autre part, ses obligations envers chacun de ses clients, ainsi qu'entre les intérêts divergents de deux ou de plusieurs de ses clients, l'établissement ayant des obligations envers chacun de ses clients. Cette exigence est une obligation de moyen et non une obligation de résultat.
63. Lorsque les dispositions organisationnelles et administratives prises s'avèrent insuffisantes pour assurer que les intérêts des clients ne sont pas lésés, l'établissement doit, avant d'agir pour compte du client, informer celui-ci de la nature et, le cas échéant, de la source des conflits d'intérêts qui subsistent. Cette communication peut avoir un caractère général.
64. Le règlement grand-ducal MiFID détaille dans son article 24 cinq situations qui peuvent générer des conflits d'intérêts potentiels :

- a) l'établissement est susceptible de réaliser un gain financier ou d'éviter une perte financière aux dépens du client ;
- b) l'établissement a un intérêt dans le résultat du service fourni au client ou de la transaction réalisée pour le compte du client, qui est différent de l'intérêt du client ;
- c) l'établissement est incité, pour des raisons financières ou autres, à privilégier les intérêts d'un autre client ou groupe de clients par rapport au client concerné ;
- d) l'établissement a la même activité professionnelle que le client ;
- e) l'établissement reçoit ou recevra d'une personne autre que le client un avantage en relation avec le service fourni au client, sous la forme d'argent, de biens ou de services, autre que la commission ou les frais normalement facturés pour ce service (voir chapitre 8).

7.2 Politique en matière de conflits d'intérêts

- 65. L'établissement est tenu d'établir par écrit une politique en matière de conflits d'intérêts appropriée au regard de la taille et de l'organisation de l'établissement et de la nature, de l'étendue et de la complexité de son activité. Cette politique doit en particulier identifier les circonstances qui donnent ou sont susceptibles de donner lieu à un conflit d'intérêts comportant un risque sensible de porter atteinte aux intérêts du client. De même, elle doit contenir des procédures à suivre ainsi que des mesures à prendre afin de gérer ces conflits d'intérêts.
- 66. La divulgation des conflits d'intérêts n'exonère pas l'établissement de son obligation de maintenir et d'appliquer les dispositions organisationnelles et administratives (art. 37-1 (2) de la LSF).

Chapitre 8 Avantages (« inducements »)

Références :

LSF : Art. 37-3 (1)

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 30

8.1 Remarques générales et champ d'application

- 67. MiFID prévoit des règles en matière d'« inducements » qui ont une portée plus large que celles de la circulaire CSSF 2000/15, qui se limitait à donner au client une information sur les rétrocessions reçues de la part d'un autre professionnel lors de la transmission d'ordres à ce professionnel pour compte du client.

68. En effet, l'article 30 du règlement grand-ducal MiFID prévoit que les rémunérations, commissions ou avantages non monétaires versés ou perçus par un établissement en rapport avec un service d'investissement doivent, pour être acceptables, d'une part, viser à améliorer la qualité du service fourni au client, et d'autre part, être divulguées au client. En outre, les avantages versés ou perçus par un établissement ne doivent pas l'empêcher de satisfaire à son obligation d'agir au mieux des intérêts du client.
69. Deux types d'avantages sont exemptés du respect de ces conditions; d'une part, les avantages versés ou fournis au client ou par celui-ci, ou à une autre personne pour compte du client ou par celle-ci (art. 30 a) du règlement grand-ducal MiFID); et, d'autre part, les rémunérations qui permettent la prestation de services d'investissement ou sont nécessaires à cette prestation et qui, de par leur nature, ne peuvent pas occasionner de conflits avec l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui sert au mieux les intérêts des clients (art. 30 c) du règlement grand-ducal MiFID). Ces exemptions ne s'appliquent toutefois que dans un nombre restreint de situations.
70. Ainsi, pour que l'on puisse considérer qu'un avantage a été versé par une personne pour compte du client, il faut que cette personne agisse comme un simple conduit pour le paiement sur instruction du client. Le fait que le client supporte le coût d'un avantage payé par l'établissement n'est pas suffisant pour qualifier ce paiement comme étant effectué pour compte du client. Les situations dans lesquelles un fournisseur de produits rétrocède une partie des commissions reçues à une autre firme (p.ex. un distributeur de ces produits) sont en principe toujours à traiter sous l'article 30 b) du règlement grand-ducal MiFID.
71. Aussi, même si la liste de rémunérations appropriées fournie à l'article 30 c) n'est pas exhaustive (droits de garde, commissions de change et de règlement, taxes réglementaires, frais juridiques et judiciaires), le champ d'application de l'article 30 c) du règlement grand-ducal MiFID est fortement limité par la condition que de telles rémunérations ne peuvent pas, de par leur nature, occasionner de conflits avec l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui sert au mieux les intérêts des clients. Les rétrocessions de commissions à un distributeur de produits financiers, même si elles rémunèrent légitimement des services permettant aux clients d'accéder aux produits, ne peuvent pas être acceptées comme rémunérations appropriées au sens de l'article 30 c) et tombent donc sous les conditions de l'article 30 b).
72. Les avantages versés entre entités légales à l'intérieur d'un groupe tombent dans le champ d'application de l'article 30.

8.2 Avantages visant à améliorer la qualité du service

73. L'article 30 b) ii) du règlement grand-ducal MiFID dispose que le versement d'une rémunération, d'une commission ou d'un avantage non monétaire doit viser à améliorer la qualité du service fourni au client et ne doit pas empêcher l'établissement de satisfaire à son obligation d'agir au mieux des intérêts du client.
74. Cette condition n'implique pas que la qualité du service doit être améliorée pour chaque client individuel lors de chaque prestation de service. Une amélioration générale de la qualité d'un service offert à un groupe de clients peut généralement être considérée comme suffisante.
75. Les rémunérations versées à des tiers qui sont nécessaires à la prestation de services peuvent être considérées comme visant à améliorer la qualité du service au client. Par exemple, la commission perçue par un distributeur de produits financiers en rémunération des services de distribution offerts peut être considérée comme améliorant la qualité du service au client étant donné qu'elle permet au client d'accéder plus facilement à ces produits qu'en l'absence d'un réseau de distribution.
76. Le considérant 39 de la directive 2006/73/CE précise que des rémunérations perçues en relation avec des conseils en investissement ou des recommandations générales sont à considérer comme visant à améliorer la qualité du service pour autant que les conseils ou recommandations ne soient pas biaisés.
77. Aux fins de l'évaluation du respect de l'article 30 b) des autres avantages perçus ou versés, les établissements sont invités à se référer aux exemples ainsi qu'aux critères proposés à la recommandation 4 dans les lignes de conduite proposées par CESR (voir Annexe I).

8.3 Informations à fournir au client

78. Conformément à l'article 30 b) i) du règlement grand-ducal MiFID, les établissements doivent clairement informer le client de l'existence, de la nature et du montant, ou lorsque ce montant ne peut être établi, du mode de calcul des rémunérations, commissions ou avantages versés à un tiers ou fournis par celui-ci.
79. Ces informations doivent être fournies avant la prestation du service d'investissement ou du service auxiliaire concerné.
80. Toutefois, la divulgation sous forme résumée des principaux termes des avantages versés ou reçus est possible à condition que des précisions supplémentaires soient fournies à la demande du client. Le contenu exact de cette divulgation sous forme résumée n'est pas précisé, mais cette dernière doit être suffisamment détaillée et compréhensible pour permettre au client de prendre sa décision de demander ou non le service d'investissement en toute connaissance de cause.

81. Cette obligation de divulgation incombe uniquement à l'établissement qui est en contact direct avec le client final et ne vaut pas pour les avantages versés ou reçus entre autres intermédiaires de la chaîne de distribution.

Chapitre 9 Obligation de meilleure exécution

Références :

LSF : Art. 37-5

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 51 à 54

9.1 Remarques générales et champ d'application

82. L'article 37-5 de la LSF et les articles 51 à 54 du règlement grand-ducal MiFID prescrivent de manière détaillée les mesures raisonnables que les établissements doivent prendre pour obtenir 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 ou de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre.
83. L'obligation de meilleure exécution est une obligation de moyen et non de résultat.
84. L'établissement n'est pas tenu d'obtenir le meilleur résultat possible pour chaque ordre individuel. Par contre, il doit être en mesure de démontrer à ses clients, à leur demande, qu'il a exécuté leurs ordres conformément à sa politique d'exécution qui doit viser à obtenir dans la plupart des cas le meilleur résultat possible pour le client.

Etablissements concernés

85. Le principe de meilleure exécution s'applique, d'une manière légèrement différenciée, aussi bien aux établissements exécutant des ordres de leurs clients (article 37-5 de la LSF) qu'à ceux assurant uniquement la réception et la transmission d'ordres (article 53 du règlement grand-ducal MiFID). Les obligations incombant à ces derniers sont décrites à la section 9.5.
86. Un établissement exécute un ordre lorsqu'il représente le dernier maillon de la chaîne d'intermédiaires liant l'ordre du client au lieu d'exécution (marché réglementé, MTF, internalisateur systématique, teneur de marché ou autre fournisseur de liquidité).
87. Les sociétés de gestion offrant des services de gestion de portefeuilles d'investissement sur une base discrétionnaire et individualisée sont en principe exemptées de l'application de l'article 37-5 de la LSF, mais doivent par contre appliquer les dispositions de l'article 53 du règlement

grand-ducal MiFID. Si elles exécutent elles-mêmes des ordres, elles sont tenues de respecter les dispositions de l'article 37-5 précité.

Catégories de clients concernés

88. Les établissements doivent appliquer le principe de meilleure exécution aussi bien à leurs clients de détail qu'à leurs clients professionnels.
89. L'obligation de meilleure exécution ne s'applique pas à la fourniture de services d'investissement à des contreparties éligibles. Cependant, celles-ci ont le droit d'exiger un traitement comme client professionnel ou de détail, soit de manière générale, soit pour une transaction donnée.

Instruments et marchés concernés

90. L'obligation de meilleure exécution s'applique à tous les instruments financiers figurant sur la liste à l'annexe II, Section B de la LSF. Toutefois, étant donné que les instruments financiers diffèrent substantiellement en termes de standardisation, de liquidité ou de nombre de lieux d'exécution, la mise en œuvre du principe général de meilleure exécution devra être adaptée aux caractéristiques de l'instrument financier en question. Ainsi, les exigences en matière de meilleure exécution sont probablement plus faciles à appliquer pour des ordres portant sur des actions cotées sur plusieurs marchés liquides que pour des opérations sur des produits structurés créés sur mesure pour le client.

9.2 Instructions spécifiques

91. L'article 37-5 (1) de la LSF précise que lorsque le client donne une instruction spécifique à un établissement, celui-ci doit exécuter l'ordre en suivant cette instruction.
92. L'établissement s'acquitte de son obligation de meilleure exécution s'il exécute l'ordre conformément à cette instruction spécifique. Si l'instruction spécifique ne couvre pas certains aspects de l'opération, l'établissement n'est pas dispensé de l'obligation de meilleure exécution pour ces aspects.
93. Dans sa politique d'exécution, l'établissement doit avertir le client que les instructions spécifiques risquent de l'empêcher de prendre les mesures nécessaires afin d'obtenir le meilleur résultat possible.
94. Aussi, un établissement ne doit pas encourager un client à lui donner une instruction spécifique lorsqu'il devrait raisonnablement savoir qu'une telle instruction l'empêcherait probablement d'obtenir le meilleur résultat possible pour ce client.

9.3 Politique d'exécution

95. D'après l'article 37-5 (2) de la LSF, les établissements doivent établir et mettre en œuvre une politique d'exécution qui inclut des informations sur les lieux d'exécution (« execution venues ») utilisés et les facteurs influençant le choix du lieu d'exécution. On entend par lieu d'exécution un marché réglementé, un MTF, un internalisateur systématique, un teneur de marché ou un autre fournisseur de liquidité, ou une entité qui s'acquitte dans un pays tiers de tâches similaires à celles réalisées par l'un ou l'autre des lieux précités. Pour mettre en œuvre cette politique, un établissement doit sélectionner les lieux d'exécution qui lui permettent d'obtenir dans la plupart des cas le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de clients. Il n'est par conséquent pas exigé des établissements d'inclure dans leur politique tous les lieux d'exécution se rapportant à un type ou à un instrument financier spécifique.
96. L'établissement doit fournir à ses clients des informations appropriées sur sa politique d'exécution et obtenir le consentement préalable des clients sur la politique d'exécution. Les informations doivent être fournies sur un support durable ou sur un site Internet. Le consentement préalable des clients peut être tacite à condition que cela ait été convenu auparavant; par exemple, en l'absence d'objections du client après le délai qui est prévu dans le contrat et qui suit l'envoi des informations par l'établissement. Ce dernier peut également considérer que le consentement d'un client a été donné si ce client passe un ordre après avoir reçu des informations appropriées sur la politique d'exécution.
97. Les clients professionnels sont supposés être en mesure de décider eux-mêmes des informations dont ils ont besoin. Lorsque leurs demandes d'informations sont raisonnables et proportionnées, les établissements sont tenus de fournir ces informations supplémentaires.
98. Le consentement exprès préalable du client, soit sous forme d'accord général, soit transaction par transaction, est exigé avant l'exécution d'ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF. CESR a précisé que ce consentement exprès du client n'est requis que dans les cas où ce dernier doit faire un choix ; s'il n'existe pas d'alternative, l'établissement peut exécuter les ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF sans obtenir le consentement exprès du client.
99. L'article 37-5 (1) de la LSF fournit une liste de facteurs que l'établissement doit prendre en compte dans son choix entre différents systèmes d'exécution. Lorsque l'établissement exécute un ordre pour compte d'un client particulier, le facteur déterminant est le prix total, qui est défini comme la somme du prix de l'instrument et des coûts liés à l'exécution.
100. Pour les clients professionnels, même si le prix total n'est pas automatiquement le critère prédominant, il est légitime de supposer que ce critère est relativement important par rapport aux autres critères.

101. Lors de la sélection des lieux d'exécution à inclure dans sa politique d'exécution, l'établissement ne prend pas en compte ses propres commissions qu'il facture au client pour l'exécution de l'ordre. A ce stade, l'établissement se concentre sur la qualité d'exécution offerte par les lieux d'exécution.
102. Par contre, dans son choix parmi les lieux d'exécution retenus dans sa politique lors de l'exécution d'un ordre d'un client, l'établissement doit prendre en compte l'impact de ses propres commissions sur le prix total imputé au client. Toutefois, cette inclusion des coûts n'oblige pas l'établissement de mettre en cause sa politique de tarification ni de la comparer à celle de ses concurrents, pour autant que les frais et commissions facturés ne soient pas structurés de façon à discriminer de manière injustifiée entre différents lieux d'exécution.
103. MiFID n'exclut pas la possibilité d'utiliser un seul lieu d'exécution pour certains types d'instruments ou certains types d'ordres. En effet, les coûts d'accès à une multitude de lieux d'exécution peuvent dans certains cas s'avérer plus importants que les gains potentiels pour le client. Pour des ordres sur actions, le prix coté sur le marché réglementé ou MTF concentrant le plus de liquidité pour l'action en question peut généralement être présumé comme offrant le meilleur prix total. Similairement, pour des ordres portant sur des parts d'OPC, la souscription, le rachat ou la conversion des parts effectués directement ou indirectement auprès d'une administration centrale à la valeur nette d'inventaire peuvent être considérés comme respectant les critères de la meilleure exécution.
104. Si l'établissement décide de ne retenir qu'un seul lieu d'exécution, il doit toutefois vérifier périodiquement que le lieu d'exécution choisi permet effectivement dans la plupart des cas d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client.

9.4 Obligations de revue et de suivi (« review and monitoring »)

105. D'après l'article 37-5 (4) de la LSF, les établissements doivent surveiller l'efficacité de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres (« execution arrangements ») et de leur politique d'exécution des ordres afin de déceler des lacunes et d'y remédier le cas échéant.
106. L'établissement doit ainsi, d'une part, surveiller qu'il exécute les ordres conformément à sa politique d'exécution et notamment que le choix entre les lieux d'exécution est effectué d'après les critères formulés dans sa politique, et, d'autre part, examiner si les lieux d'exécution prévus dans sa politique d'exécution permettent effectivement d'obtenir le meilleur résultat possible pour les clients ou si d'autres lieux d'exécution permettraient d'obtenir un meilleur résultat.

107. A la demande de ses clients, l'établissement doit être en mesure de leur démontrer qu'il a exécuté leurs ordres conformément à sa politique d'exécution.

9.5 Application aux établissements effectuant la gestion de portefeuilles ou la réception et transmission des ordres

108. Les établissements qui n'exécutent pas eux-mêmes les ordres de leurs clients ne sont pas tenus aux mêmes obligations que ceux qui exécutent les ordres. Toutefois, ils doivent se conformer à l'obligation d'agir au mieux des intérêts de leurs clients lorsqu'ils transmettent les ordres pour exécution à une autre entité. Afin de respecter cette obligation, les établissements devront s'assurer que l'entité exécutant les ordres applique les dispositions de l'article 37-5 de la LSF ou des dispositions équivalentes.
109. L'article 53 du règlement grand-ducal MiFID détaille les exigences auxquelles ces établissements sont soumis. Ceux-ci doivent notamment établir et mettre en œuvre une politique de sélection des entités assurant l'exécution; cette politique n'est toutefois pas sujette à l'acceptation du client, et l'établissement n'est pas obligé de démontrer au client le respect de cette politique, mais doit lui fournir des informations appropriées la concernant. Il doit également contrôler régulièrement la qualité d'exécution des entités sélectionnées et réexaminer sa politique annuellement de façon plus globale ainsi que lors de changements importants, tels que par exemple l'introduction d'un nouveau lieu d'exécution potentiel.
110. Un établissement peut décider de ne sélectionner qu'une seule entité à laquelle il transmet tous ses ordres, telle que par exemple sa maison-mère ou une entité relevant du même groupe, si cela permet d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client dans la plupart des cas, ce que l'établissement doit vérifier régulièrement.

Chapitre 10 Règles de traitement des ordres des clients

Références:

LSF : Art. 37-6

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 55 à 58

10.1 Remarques générales

111. Les établissements sont tenus de mettre en œuvre des procédures et des dispositions assurant un traitement rapide et équitable des ordres des clients par rapport au traitement des ordres d'autres clients ou aux transactions pour compte propre.

112. Ces procédures doivent être guidées par le principe de devoir agir, dans l'exercice d'une activité d'investissement, loyalement et équitablement au mieux des intérêts des clients et de l'intégrité du marché.
113. L'article 56 du règlement grand-ducal MiFID impose trois conditions que les établissements doivent respecter lorsqu'ils exécutent des ordres de clients :
- a) les ordres exécutés pour compte de clients doivent être enregistrés et alloués sans délai et de manière correcte ;
 - b) les ordres des clients doivent être exécutés dans l'ordre de leur arrivée et sans délai pour autant que la nature de l'ordre et les conditions du marché le permettent et que l'intérêt du client n'exige pas de procéder autrement ;
 - c) les clients particuliers doivent être informés sans délai de toute difficulté sérieuse susceptible d'influer sur la bonne exécution des ordres.
114. Dans le cas où les conditions prévalant sur le marché empêchent l'exécution rapide d'un ordre limité portant sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé, et sauf instruction expresse contraire du client, l'établissement doit prendre des mesures propres en vue de faciliter l'exécution rapide en rendant l'ordre immédiatement public sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché.

10.2 Regroupement des ordres et des transactions pour compte propre

115. Le regroupement d'ordres de différents clients ou d'ordres de clients avec des transactions pour compte propre est en principe interdit. Le règlement grand-ducal MiFID le permet lorsque les conditions suivantes sont respectées: le regroupement ne doit pas fonctionner globalement au désavantage du client, le client doit être informé d'un éventuel effet préjudiciable du regroupement et l'établissement doit se doter d'une politique d'affectation des ordres.
116. Lors du regroupement des transactions pour compte propre avec des ordres de clients les établissements n'allouent pas les opérations correspondantes d'une manière qui soit préjudiciable au client.

Chapitre 11 Information des clients et des clients potentiels

Références :

LSF : Art. 37-3 (2) et (3)

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 31, 32, 34 à 39

11.1 Remarques générales

117. La circulaire CSSF 2000/15 prévoyait déjà l'obligation de communiquer d'une manière appropriée les informations utiles dans le cadre des négociations avec ses clients, le but étant de permettre au client de prendre une décision d'investissement bien réfléchie et en connaissance de cause. Les obligations d'information des établissements envers leurs clients sont considérablement renforcées par la loi MiFID.
118. Ainsi, toutes les informations, y compris publicitaires, adressées par l'établissement à des clients et à des clients potentiels, doivent être correctes, claires et non trompeuses. Une information est considérée comme trompeuse si elle tend à induire en erreur la ou les personnes à qui elle est adressée ou qui sont susceptibles de la recevoir, que la personne qui fournit l'information ait ou non envisagé ou projeté qu'elle soit trompeuse.
119. Le règlement grand-ducal MiFID dresse un inventaire détaillé des informations que les établissements doivent adresser à leurs clients. Suivant l'article 34 (4) du règlement grand-ducal MiFID, les établissements doivent fournir les informations visées sur un support durable ou, sous réserve de certaines conditions renseignées à l'article 3 (2) du même règlement, sur un site Internet. Aux termes de l'article 34 (2) et (3), et sauf dans les cas visés à l'article 34 (5), les établissements doivent fournir les informations visées en temps voulu avant la prestation des services d'investissement ou des services auxiliaires.
120. Afin de permettre aux clients de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause, des informations générales leur sont communiquées sur l'établissement et ses services (art. 34 et 35 du règlement grand-ducal MiFID), sur les instruments financiers et les stratégies d'investissement proposés incluant des orientations et mises en garde sur les risques (art. 36 du règlement grand-ducal MiFID), sur les systèmes d'exécution utilisés (art. 37-3 (3) de la LSF), sur les arrangements pris en vue de la protection des instruments financiers et des fonds des clients (art. 37 du règlement grand-ducal MiFID) et, enfin, sur les coûts et frais liés en rapport avec l'instrument financier ou le service d'investissement (art. 38 du règlement grand-ducal MiFID).
121. Le prospectus complet, en ce qui concerne les parts d'organismes de placement collectif relevant de la directive 85/611/CEE du Conseil du 20

décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), le prospectus des organismes de placement collectif partie II soumis à la loi du 20 décembre 2002 ainsi que des fonds d'investissement spécialisés introduits par la loi du 13 février 2007, de même que le prospectus des sociétés d'investissement en capital risque selon les dispositions de la loi du 15 juin 2004 sont réputés fournir les informations appropriées au sens de l'article 37-3 de la LSF. Les prospectus visés fournissent en particulier une information suffisante en ce qui concerne les instruments financiers et les stratégies d'investissement proposées, ce qui doit inclure des orientations et des avertissements appropriés sur les risques inhérents à l'investissement dans ces instruments ou à certaines stratégies d'investissement, ainsi que les coûts et les frais liés propres à ces organismes. Il en va de même pour le prospectus simplifié (art. 39 du règlement grand-ducal MiFID). La loi MiFID n'a en effet pas pour objet de réglementer le contenu du prospectus simplifié tel qu'il est défini à l'article 28 de la directive 85/611/CEE. Toutefois, les établissements distribuant des parts d'OPCVM doivent en outre informer leurs clients de tous les autres coûts et frais liés à leur prestation de services d'investissement en rapport avec des parts d'OPCVM.

122. Les exigences en matière d'information des clients doivent être adéquates et proportionnées et sont à fixer en tenant compte de leur qualité de client de détail ou de client professionnel. La loi MiFID vise à trouver un juste équilibre entre la protection accordée au client et les obligations d'information applicables aux établissements. Dans cette optique, il est approprié que pour les clients professionnels les exigences en matière d'information soient moins strictes que celles applicables aux clients de détail.

11.2 Clients de détail

123. Toute information venant de la part d'un établissement et adressée aux clients de détail existants ou potentiels respectivement diffusée de la sorte qu'elle parviendra probablement à ces mêmes clients doit respecter certaines conditions énumérées à l'article 32 du règlement grand-ducal MiFID pour que les informations soient correctes, claires et non trompeuses. Cet article énumère également des conditions spéciales pour des informations comparatives, celles qui contiennent une indication sur des performances passées ou futures, celles qui comportent ou font référence à des simulations des performances passées ainsi que pour celles faisant référence à un traitement fiscal particulier.
124. Cette information ne doit pas contenir de référence à la CSSF de sorte à laisser entendre que celle-ci approuve ou cautionne les produits ou services de l'établissement sans préjudice de l'article 3 de la loi sur les services financiers à distance.

125. La CSSF n'impose pas que le contenu ou la forme des informations publicitaires soient préalablement approuvés.
126. Les établissements doivent fournir les informations requises aux clients particuliers existants et potentiels en temps voulu, soit avant que ces clients ne soient liés par un contrat de prestation de services d'investissement ou de services auxiliaires, soit avant la prestation de tels services si cette prestation précède la conclusion d'un tel contrat. Des dérogations à cette obligation sont prévues, sous certaines conditions précisées par le règlement grand-ducal MiFID, dans le cadre de contrats conclus en utilisant un moyen de communication à distance ou par téléphonie vocale (art. 34 (5) du règlement grand-ducal MiFID).
127. Le client de détail doit disposer de suffisamment de temps à compter de la mise à disposition de l'information avant de prendre sa décision d'investissement. Il aura normalement besoin de moins de temps pour passer en revue des informations concernant un service ou un produit standard, ou bien un service ou un produit d'un type qu'il a déjà acheté par le passé, qu'il ne lui en faudra pour un service ou un produit plus complexe ou qui ne lui est pas familier.
128. L'établissement effectuant des services de gestion de portefeuilles est tenu de fournir aux clients de détail existants ou potentiels des informations sur les types d'instruments financiers susceptibles d'être incorporés au portefeuille du client et sur les types de transactions susceptibles d'être effectuées sur ces instruments. Ces informations doivent mentionner séparément si l'établissement aura mandat pour investir dans des instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé, dans des produits dérivés ou dans des instruments peu liquides ou à volatilité élevée; ou pour effectuer des ventes à découvert, des achats avec des fonds empruntés, des cessions temporaires de titres, ou toute autre transaction supposant des paiements de marge, un dépôt de garanties ou un risque de change. Les informations séparées ne sont toutefois pas à fournir si l'établissement investit dans des parts d'OPCVM qui pour leur part mènent une politique d'investissement présentant les caractéristiques visées par les informations en question; les parts d'OPCVM sont à considérer comme des produits non complexes à cet égard. Le même traitement est applicable aux parts d'OPC partie II sous condition que cet OPC ait une politique d'investissement qui serait, le cas échéant, acceptée conforme au régime des OPCVM.
129. Les informations sur les coûts et les frais liés qu'un établissement est tenu de fournir à un client de détail doivent inclure soit une information sur les arrangements de paiement, soit une information sur les modalités d'exécution du contrat de prestation de services d'investissement et de tout autre contrat concernant un instrument financier proposé. À cette fin, les arrangements de paiement sont généralement pertinents lorsque le dénouement d'un contrat d'instrument financier prend la forme d'un règlement en espèces; les modalités d'exécution sont, pour leur part,

généralement pertinentes lorsqu'au dénouement, le contrat d'instrument financier requiert la livraison d'actions, d'obligations, d'un warrant, d'une encaisse-or ou d'un autre instrument ou matière première.

11.3 Clients professionnels

130. Les clients professionnels doivent identifier eux-mêmes l'information dont ils ont besoin pour prendre leur décision en connaissance de cause, et demander à l'établissement de la leur fournir. Lorsque leurs demandes d'informations sont raisonnables et proportionnées, les établissements sont tenus de fournir ces informations supplémentaires. Les établissements doivent néanmoins les informer en temps voulu des cas dans lesquels des comptes contenant des instruments financiers ou des fonds leur appartenant sont ou seront soumis à un droit d'un pays tiers (art. 37(6) du règlement grand-ducal MiFID) et de l'existence, le cas échéant, de toute sûreté ou privilège qu'ils détiennent ou pourraient détenir ou de tout droit de compensation (art. 37(7) du règlement grand-ducal MiFID) qu'ils possèdent sur les instruments financiers et fonds de clients professionnels.

Chapitre 12 Nécessité d'un écrit fixant les droits et obligations des parties

Références :

LSF : Art. 37-3 (7)

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 45

131. Aux termes du paragraphe (7) de l'article 37-3 LSF, les établissements fournissant des services d'investissement aux clients doivent fixer par écrit les conditions régissant la fourniture de services et les droits et obligations des parties. Ces derniers peuvent être incorporés par référence à d'autres documents ou textes juridiques. Un contrat-cadre ou les conditions générales entre l'établissement et le client peuvent, le cas échéant, remplir cette exigence.
132. En ce qui concerne les clients existants, pour autant que la documentation adéquate soit disponible, l'exigence sous revue est présumée remplie. En ce qui concerne les nouveaux clients, il y a lieu d'établir dans tous les cas, à l'exception du conseil en investissement, un contrat-cadre ou des conditions générales, sur papier ou sur un autre support durable, énonçant les droits et obligations fondamentaux de l'établissement et du client.

Chapitre 13 Rapports à fournir aux clients

Références :

LSF : Art. 37-3 (8)

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 46 à 50

133. La loi MiFID prévoit que des rapports relatifs à l'exécution des ordres ne relevant pas de la gestion de portefeuilles (art. 47 du règlement grand-ducal MiFID), des rapports concernant la gestion de portefeuilles (art. 48 du règlement grand-ducal MiFID) ainsi que des relevés des instruments financiers et des fonds des clients (art. 50 du règlement grand-ducal MiFID) sont à adresser, à des intervalles réguliers, aux clients. Les règles détaillées sur les informations à communiquer aux clients et sur la périodicité des rapports à adresser à la clientèle varient en fonction de la nature du service d'investissement fourni et en fonction de la catégorie de clients, clients de détail ou professionnels.
134. Lorsqu'un mandat a été valablement établi et que le mandataire agit en tant qu'intermédiaire entre le client et l'établissement, les rapports visés sont à adresser au mandataire et au client, sauf en cas de disposition contraire du client.
135. En ce qui concerne les clients de détail, lorsque l'établissement fournit le service de gestion de portefeuilles ou gère des comptes comportant une position ouverte non couverte dans une transaction impliquant des engagements conditionnels, il doit informer le client de toute perte excédant un seuil prédéterminé convenu avec lui, au plus tard à la fin du jour ouvrable au cours duquel le seuil a été franchi ou, dans le cas où ce seuil n'a pas été franchi au cours d'un jour ouvrable, à la fin du premier jour ouvrable qui suit (article 49 du règlement grand-ducal MiFID). Cette obligation d'information ne vaut cependant que dans le cas où l'établissement a préalablement convenu d'un tel seuil avec le client.
136. Si l'établissement a convenu avec le client dans un contrat de gestion discrétionnaire d'une valeur de référence, alors l'établissement doit dans les relevés périodiques fournir une comparaison de la performance au cours de la période couverte par le relevé avec la valeur de référence convenue avec le client.

Chapitre 14 Enregistrements à conserver

Références :

LSF : Art. 37-1 (6)

Règlement grand-ducal MiFID : Art. 60 et 61

137. L'article 61 (3) du règlement grand-ducal MiFID charge la CSSF d'établir et de tenir à jour une liste des obligations minimales en matière d'enregistrements auxquelles les établissements sont tenus de se conformer. Il y est tenu compte, entre autres, des termes de l'article 37-1 (6) de la LSF qui exige que les établissements conservent un enregistrement de tout service qu'ils ont fourni et de toute transaction qu'ils ont effectuée afin de permettre à la CSSF de contrôler qu'ils respectent les obligations qui leur incombent en vertu de MiFID, notamment leurs obligations envers leurs clients.
138. CESR a élaboré une liste harmonisée minimale d'enregistrements, en annexe III de la présente. La CSSF considère cette liste comme suffisante pour permettre, entre autres, aux établissements de se conformer aux exigences en matière d'enregistrements issues de l'article 37-1 (6) de la LSF.

Chapitre 15 Règles à observer dans des situations concurrentielles spécifiques

139. Les « règles à observer dans des situations concurrentielles spécifiques » telles que reprises ci-dessous et détaillées à la partie V de la circulaire CSSF 2000/15 sont reconduites par les points 140 à 142.
140. L'établissement doit s'abstenir d'enlever ou de tenter d'enlever à un concurrent des clients en utilisant des moyens contraires aux usages honnêtes en matière de concurrence. Il lui est interdit notamment de chercher à recevoir et à utiliser à cette fin des informations confidentielles concernant les clients d'un concurrent et se trouvant à la disposition d'un membre de son personnel antérieurement employé auprès de ce concurrent. Il veille également à ce que ses employés n'utilisent pas activement ces informations à cette même fin.
141. L'établissement doit s'interdire toute pratique de ce genre, notamment dans le cas du changement d'employeur d'un gestionnaire, alors que l'établissement et l'employé concerné pourraient de ce fait et, selon les circonstances, chacun engager à divers égards leur responsabilité pénale et leur responsabilité civile.
142. L'honorabilité professionnelle des personnes concernées aux termes des articles 7 et 19 de la LSF pourra être mise en cause par la CSSF au cas où elle constate des agissements de ce genre.

Chapitre 16 Dispositions abrogatoires et entrée en vigueur

143. La présente circulaire entre en vigueur le 1^{er} novembre 2007. La circulaire CSSF 2000/15 est abrogée avec effet au 1^{er} novembre 2007.

Nous vous prions d'agréer, Mesdames, Messieurs, l'expression de nos sentiments distingués.

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Simone DELCOURT
Directeur

Arthur PHILIPPE
Directeur

Jean-Nicolas SCHAUS
Directeur général

Annexes :

- Annexe I : CESR's Recommendations on Inducements under MiFID
Annexe II : CESR's Questions and Answers Paper on Best Execution under MiFID
Annexe III : CESR's Level 3 Recommendations on the List of minimum records in article 51(3) of the MiFID implementing Directive
Annexe IV : Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MIF²
Annexe V : Orientations concernant les politiques et pratiques de rémunération (Directive MIF)³

² Ajoutée par la circulaire CSSF 13/560

³ Ajoutée par la circulaire CSSF 14/585, supprimée par la circulaire CSSF 23/841



THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS

Ref: CESR/07-228b

Inducements under MiFID

Recommendations

May 2007



CONTENTS

1 Introduction	Page	3
2 Recommendations	Page	5
3 Illustrative examples to show the application of the recommendations	Page	12

Annex A: Extracts from MiFID Implementing Directive 2006/73/EC

Annex B(1): To show the treatment under Article 26 of a fee, commission or non-monetary benefit *received by* a firm in connection with a service provided to its client

Annex B(2): To show the treatment under Article 26 of a fee, commission or non-monetary benefit *paid by* a firm in connection with a service provided to its client



1. Introduction

Article 19(1) of the Level 1 Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC ("MiFID") provides that when providing investment services and/or, where appropriate, ancillary services to clients an investment firm must act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients. Article 26 of the MiFID implementing Directive 2006/73/EC ("Level 2 Directive"), entitled "Inducements", sets further requirements in relation to the receipt or payment by an investment firm of a fee, commission or non-monetary benefit that could, in certain circumstances, place the firm in a situation where it would not be acting in compliance with the principle stated in MiFID Article 19(1).

In its consultation papers (CESR/06-687 published in December 2006 and CESR/07-228 published in April 2007) CESR explained that it was considering issuing a recommendation setting out a common supervisory approach to the operation of Article 26 of the Level 2 Directive.

Objective of the recommendations

The public consultation has allowed CESR to understand and to take into account the views of market participants (both investment firms and consumers). Following consultation CESR is providing recommendations that are intended to facilitate a consistent implementation of Article 26 of the Level 2 Directive without imposing further obligations on investment firms. This will help investment firms to assess the way in which the provisions will be interpreted.

It is important to note that the main objective behind the inducements rules in MiFID is investor protection. In elaborating these Level 3 recommendations, CESR's intention has been to implement this principle by taking into account valid considerations such as level playing field between the treatment of financial instruments and business models that are within the scope of application of the inducements rules under MiFID.

The recommendations are, therefore, designed to foster supervisory convergence across the EU and to ensure consistent implementation and application of the Level 2 Directive.

Status of the recommendations

The outcome of CESR's work is reflected in the recommendations set out in this paper which are addressed to CESR members, which are provided with explanatory text. These do not constitute European Union legislation and will not require national legislative action. CESR Members will apply the recommendations in their day-to-day supervisory practices on a voluntary basis. The recommendations below are not stand-alone obligations or new requirements.

The European Commission has participated as an observer in the course of CESR's elaboration of the recommendations. In particular, CESR has discussed with the Commission the interpretation of the legal obligations under MiFID and its Level 2 Directive on inducements; the Commission agrees with the legal interpretation given by CESR. Furthermore the Commission considers that the contents of this paper do not go beyond the MiFID legal texts and that the approach taken in this paper comes from the normal, natural reading of MiFID and the Level 2 Directive.

CESR recommendations for the consistent implementation of MiFID and of the Level 2 Directive will not prejudice, in any case, the role of the Commission as guardian of the Treaties.



General comments on responses to consultations

In developing its recommendations CESR has carefully considered the responses to its two consultation papers from the industry and from consumer representatives. Many industry respondents suggested that CESR had been in error in determining the scope of Article 26 of the Level 2 Directive. In particular, they suggested that "standard commissions or fees"², were outside the scope of Article 26 altogether or, if not, that they were outside the scope of Article 26(b). CESR has considered these comments very carefully as they are fundamental to a proper understanding of the provisions. However, CESR has concluded that the interpretation of Article 26 that it adopted in its consultation papers is correct. Article 26 must be interpreted in the context of Article 19(1) of MiFID; but, although Article 26 is entitled "inducements", its content covers any fee or commission or non-monetary benefit that an investment firm may receive or pay in connection with the provision of investment and ancillary services to clients. It sets the characteristics of these fees and commissions in order for a firm to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients. So, "standard commissions and fees" (for example, those that are customary in and at the usual level in a particular market) are of a nature to fall within Article 26. CESR has discussed this with the Commission, which, in relation to this issue of scope, agrees with CESR.

It has been argued that the disclosure element in inducements could favour a system of vertical integration at the disadvantage of the so called 'open architecture'. CESR is clarifying in this document that intra-group inducements are covered by the application of the provisions of the MiFID Level 2 Directive. In this way, payments made between distinct legal entities pertaining to the same group which only offer their own products are treated in the very same way as payments in the context of 'open architecture' firms.

The recommendations provided by CESR do not discriminate between different types of financial instrument and apply to all financial instruments within MiFID scope (see Annex I, section C of MiFID). They apply only to firms within the scope of MiFID. So, for example, they do not apply to the managers of collective investment undertakings where they are acting within the scope of the exemption provided in Article 2(1)(h) of MiFID (unless Member States apply such requirements, in the exercise of discretion outside the scope of MiFID). Where potential regulatory arbitrage cannot be simply addressed and resolved by virtue of application of MiFID (eg for investment products that do not fall under the scope of MiFID), CESR will signal this potential arbitrage to the European Commission for possible European regulatory interventions.

CESR has also taken this opportunity to illustrate a greater degree of flexibility in the interpretation of "designed to enhance the quality of the service and not impair compliance with the firm's duty to act in the best interests" of its clients, in particular, in response to industry concerns about the application to standard commissions and fees.

² The term "standard commission or fee" is used in Article 21(e) of the Level 2 Directive in the context of establishing minimum criteria for identifying types of conflict of interest that arise in the course of providing an investment or ancillary service. The term is not used in Article 26.

2.. Recommendations

General

1. Article 19(1) of the Level 1 Directive requires investment firms to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of their clients when providing investment services and/or, where appropriate, ancillary services. Other provisions of MiFID and of its implementing provisions provide measures relevant to the same objective. The main provisions in this field include those set out in Articles 19(2) to 19(8) of the Level 1 Directive and Articles 26 to 45 of the Level 2 Directive.
2. Article 26 of the Level 2 Directive sets further requirements in respect of the general duty to act in accordance with the best interests of clients. It is intended, in particular, to set standards for the payment and receipt by investment firms of fees, commissions and non-monetary benefits. This is because such benefits, in some circumstances, place the firm in a situation where it would not be in compliance with the general duty to act in accordance with the best interests of clients. In order to do so, the Article applies in relation to the receipt or payment by an investment firm of any fee, commission or non-monetary benefit, but applies in a different way to different types. It does not deal with payments made within the investment firm, such as internal bonus programmes, even though these could give rise to a conflict of interest covered by Article 21³ of the Level 2 Directive.
3. Inducements are referred to in Article 21 of the Level 2 Directive and in the title of Article 26 of the Level 2 Directive. Article 21 sets out minimum criteria that a firm must take into account in identifying relevant types of conflict of interest. Article 26 sets conditions that must be met in order for a fee, commission or non-monetary benefit to be allowed. In doing so, it applies to all fees, commissions and non-monetary benefits that are paid or provided to or by an investment firm in relation to the provision of an investment or ancillary service to a client. Therefore, Article 26 should not be treated as applying only to payments or receipts that are made with the purpose or intent to influence the actions of a firm. However, regulators and supervisors will, of course, direct their attention to items and situations in which there is a greater possibility of harm to the interests of clients.
4. Article 26 applies only to items received or provided by an investment firm, whereas through the concept of “relevant persons” the rules on conflicts of interest also apply to individuals working for the investment firm. When a relevant person is acting for the firm in relation to the provision of an investment or ancillary service to a client Article 26 also applies to items paid by a third party to that relevant person acting in such a capacity. Small gifts and minor hospitality below a level specified in a firm's conflicts of interest policy are irrelevant for this purpose.
5. The scope of application of Article 26 is the same in relation to payments between firms that are members of the same group as it is to payments between firms that are not members of the same group.

³ Articles 21 to 23 (Conflicts of interest) of the Level 2 Directive provide elaboration of the principles set out in Articles 13(3) and 18 of the Level 1 Directive.

Recommendation 1: General

CESR considers that:

(a) Article 26 of the MiFID Level 2 Directive applies to fees, commissions and non-monetary benefits paid by an investment firm or received by it in relation to the provision by it of an investment or ancillary service to a client. Such fees, commissions and non-monetary benefits include commissions or fees that may be paid or provided to or by an investment firm and which are standard in the market;

(b) The application of Article 26 is the same in relation to a payment or non-monetary benefit provided to or made by a legal entity within the same group as the investment firm as it is to one provided to or made by any other legal entity.

Article 26 (a) of the Level 2 Directive : items "provided to or by the client"

6. Article 26(a) provides for circumstances in which an investment firm is not prohibited from paying or receiving fees, commissions or non-monetary benefits in relation to an investment or ancillary service provided to a client. The circumstances are where the item is a "*fee, commission or non-monetary benefit paid or provided to or by the client or a person on behalf of the client*".
7. In CESR's view it is clear that if the client himself negotiates and pays a fee for a service provided by the investment firm then the payment of that fee will be within Article 26(a). Another clear circumstance will be if someone is acting under a general power of attorney on behalf of the client. The effect in such cases of Article 26(a) is that the relevant payments will not be subject to Article 26(b). This will not affect the operation of disclosure under Article 19(3) of MiFID and its implementing provisions.
8. To consider a payment made or received on behalf of the client under Article 26(a), the client needs to be aware that this payment has actually been made or received on his behalf. The client may of course give a specific separate instruction to a person to act on his behalf in making or receiving the payment of a fee or commission. This would generally include circumstances in which there is a clear payment instruction, agency agreement, or the other person is acting as a "mere conduit" for the payment.

Recommendation 2: Article 26(a)

CESR considers that:

Article 26(a) applies when the payment is made/received by the client or by a person on behalf of the client. This includes where the client pays a firm's invoice directly or it is paid by an independent third party who has no relevant connection with the investment firm regarding the investment service provided to the client, such as an accountant or lawyer, acting on behalf of the client. A separate, specific instruction issued by the client to the investment firm to receive or make a payment on his/her behalf will also be relevant. The fact that the economic cost of a fee,

commission or non-monetary benefit is borne by the client is not alone sufficient for it to be considered within Article 26(a).

Article 26 (c) of the Level 2 Directive

9. Article 26(c) defines a category of item ("proper fees") that can be paid to or provided by an investment firm. It contains two tests that the payment must meet in order for the exception to apply. The first one is that the payment must "enable or be necessary" for the provision of the service; the second one is that "by its nature [it] cannot give rise to conflicts with the firm's duty to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of the client." Any items that are of a type similar to the proper fees it mentions, that is custody costs, settlement and exchange fees, regulatory levies or legal fees which "enable or are necessary for the provision of investment services" and "which, by their nature, cannot give rise to conflicts with the firm's duties to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients" will not be subject to Article 26(b). This will not affect the operation of disclosure under Article 19(3) of MiFID and its implementing provisions..
10. The list of items provided by Article 26(c) cannot be exhaustive. Within Article 26(c) are a number of conditions or factors that must be considered in determining whether an item can be considered to fall within it. Particularly important is whether an item by its nature cannot give rise to conflicts with the firm's duty to act, honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients. This is a test that needs to be considered in the abstract, on the "nature" of the item; that is not on the basis of whether the result of the payment has been to give rise to such a conflict. The possibility of a receipt of a standard commission or fee is of a nature to give rise to conflicts with the duty owed to clients. (For example, it can provide an incentive to act in other than the best interests of the client because it is to the firm's advantage to make recommendations that will maximise the commission the firm will earn).

BOX 3

Recommendation 3: Article 26 (c) of the Level 2 Directive

CESR considers that:

The list of items mentioned within Article 26(c) of the Level 2 directive is not exhaustive, but in considering whether items that are not specifically mentioned also fall within Article 26(c) the factors that are mentioned within it need to be considered. Of particular importance is whether an item by its nature cannot give rise to conflicts with the firm's duty to act, honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients.

Article 26(b): conditions on third party receipts and payments

11. In CESR's view, Article 26 (b) performs two functions:
 - First, it ensures disclosure of legitimate third party payments and non-monetary benefits that do meet the tests established in Article 26 (b) (ii).
 - Second, the article prohibits certain third party payments and non-monetary benefits. That is, those that do not meet the tests set out in Article 26 (b) (ii).



12. Items that are not "proper fees which enable or are necessary for the provision of investment services (...) and by their nature cannot give rise to conflicts with the firm's duties to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its client" and that are paid to the investment firm by a third party (or which the investment firm pays to a third party) and not the client or a person on behalf of the client, are dealt with under Article 26 (b) of the Level 2 Directive.
13. Unlike payments to and receipts from clients these have to meet a number of conditions in order not to be prohibited. These are:
 - (a) the item must be designed to enhance the quality of the relevant service to the client and it must not impair compliance with the firm's duty to act in the best interests of the client; and,
 - (b) there must be clear, prior disclosure to the firm's client.
14. These tests appear to be primarily concerned with circumstances in which the client of an investment firm will bear the cost of the payment or receipt of a monetary or non-monetary benefit to or by an investment firm, but which may also result in some benefit to the investment firm. In these circumstances the interests of the investment firm and its client are not necessarily the same or aligned. Article 26(b) puts regulatory controls around payments where there is the possibility of client detriment.
15. Ordinarily, the two legs of the test in (a) in par. 13 would be considered as a whole, but it is worth noting that in relation to "designed to enhance the quality of the relevant service to the client", the use of the word designed makes clear that a judgement about a fee or payment, or arrangements for fees or payments, can be made at the time the arrangement is proposed, rather than only once a payment has been made. Further, CESR considers that such payments may also benefit other clients or groups of clients apart from the particular client that is receiving the investment service; in this case the requirement to enhance the quality of the relevant service to the client is met at the level of the service, provided that the other clients or groups of clients are receiving such a service. For example, a bank will be able to assess the requirement at the level of reception and transmission of orders placed by all its clients and relating to a specific business line towards these clients. However, it will not be able to assess this requirement at the level of the service provided to all its clients over different business lines. The assessment at the level of service should not be interpreted too widely to convert the test into a meaningless exercise. This does not prevent competent authorities from assessing compliance with the requirements on the basis of the effective use that is made of inducements received by a given firm.
16. CESR considers it will be helpful to CESR members to set out factors that could be used in determining whether arrangements that an investment firm has entered into or proposes to do so are consistent with the test in (a) in par. 13 above. Factor (d) will be particularly relevant in some cases, for example, if the investment firm and the third party have a number of joint or common interests. In these cases, firms should assess whether these relations are influencing the firm to act in a way that is not in the best interests of the client. It is important to note that the factor in recommendation 4(d) will not always be relevant; the fact that a group relationship exists is not by itself relevant.
17. On factor (c), conflicts management measures can help to mitigate the effect of incentives that could influence the investment firm to act other than in the best interests of the client. It is important to stress that the conflicts management rules and the inducements rules are complementary and not substitutes or alternatives. Compliance with the conflicts rules does not provide a safe-harbour from the inducements rules. Compliance with the inducements rules does not provide a safe-harbour from the conflicts rules.



18. The factors included in Recommendation 4 must be considered as tools to help investment firms and CESR members to assess whether current and future arrangements investment firms are considering entering into are consistent with Article 26. The factors do not represent a 'one size-fits all approach' and are not intended to apply uniformly to all situations.
19. The factors set out in Recommendation 4 are relevant to both advice-based and non advice-based distribution models, and in general for the provision of all investment and ancillary services. They are indicative criteria only and not strict or exhaustive factors that must be taken into account in all cases. They are not standalone obligations or new requirements.

BOX 4

Recommendation 4: Factors relevant to arrangements within Article 26(b)

CESR considers that the following are among the factors that should be considered in determining whether an arrangement may be deemed to be designed to enhance the quality of the service provided to the client and not impair the duty of the firm to act in the best interests of the client:

- (a) The type of the investment or ancillary service provided by the investment firm to the client, and any specific duties it owes to the client in addition to those under Article 26, including those under a client agreement, if any;**
- (b) The expected benefit to the client(s) including the nature and extent of that benefit, and any expected benefit to the investment firm; the analysis about the expected benefit, can be performed at the level of the service to the relevant client or clients;**
- (c) Whether there will be an incentive for the investment firm to act other than in the best interests of the client and whether the incentive is likely to change the investment firm's behaviour;**
- (d) The relationship between the investment firm and the entity which is receiving or providing the benefit (although the mere fact that a group relationship exists is not by itself a relevant consideration);**
- (e) The nature of the item, the circumstances in which it is paid or provided and whether any conditions attach to it.**

Recital 39 of the Level 2 Directive

20. In relation to the nature of the investment service, is important to take into account Recital 39 of the Level 2 Directive. This refers to situations where investment firms are paid by commissions received from product providers (such as, by the management company of a collective investment scheme). CESR's view is that recital 39 makes clear that such a type of remuneration can be legitimate, provided that the investment firm's advice or general recommendation to its client is not biased as a result of the receipt of that commission. If this condition is met then the advice or recommendation should be considered as having met the condition of being designed to enhance the quality of the service to the client. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty act in the best interest of the client – must also, of course, be met, as must other obligations under MiFID.

21. Recital 39 is limited to an investment firm that is giving unbiased investment advice or general recommendations. However, it does not exclude that other cases may be treated in similar terms. An example is where an issuer or product provider pays an investment firm for distribution where no advice or general recommendation is provided. In such cases the investment firm will be providing an investment service to its end-clients; in the absence of payment by the product provider or issuer these investment services, most likely, would not be provided; therefore, in the distribution of financial instruments the payments could be seen as being designed to enhance the quality of the service to the client by allowing that investment service being performed over a wider range of financial instruments. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty act in the best interest of the client – must also, of course, be met, as must other obligations under MiFID.

BOX 5

Recommendation 5: Recital 39 to the Level 2 Directive

CESR considers that:

- (a) Recital 39 makes clear that where an investment firm provides investment advice or general recommendations which are not biased as a result of the receipt of commission then the advice or recommendations should be considered as having met the condition of being designed to enhance the quality of the service to the client. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty to act in the best interests of the client – must be met;
- (b) Recital 39 is relevant to cases in which an investment firm is giving unbiased investment advice or general recommendations. It is not exhaustive and does not prohibit other distribution arrangements under which an investment firm receives a commission (from, for example, a product provider or issuer) without giving investment advice or general recommendations. For these cases, payments can be seen as being designed to enhance the quality of the service to the client by allowing a given investment service to be performed over a wider range of financial instruments. The other conditions of Article 26 (b) – disclosure, and, the obligation not to impair compliance with the duty act in the best interests of the client – must be met.

Article 26(b) of the Level 2 Directive: Disclosure

22. Article 26 recognises in 26 (b) clear, prior disclosure to the firm's client as one of the conditions for receipts or payments paid or provided to or by a third party to be permitted.
23. As far as the content of the disclosure is concerned, Article 26 (b) (I) is clear in setting out the information that an investment firm should provide, that is: *“the existence, nature and amount of the fee, commission or benefit, or, where the amount cannot be ascertained, the method of calculating that amount”*. A generic disclosure which refers merely to the fact that the firm may or will receive inducements is not in CESR's view sufficient to enable the investor to make an informed decision and therefore will not be considered as meeting the requirements of Article 26.
24. The final paragraph of Article 26, however, allows the investment firm to provide a "summary disclosure" (*“the essential terms of the arrangements relating to the fee,*



commission or non-monetary benefit in summary form") rather than the full information. CESR considers that means it must contain enough information to enable the client to make an informed decision.

25. There has been some concern about distribution channels where between a product provider and the final client there is at least one further intermediary. Each investment firm that is providing an investment or ancillary service must comply with its obligation of disclosure to its clients in relation to the services that it provides.

BOX 6

Recommendation 6: Disclosure under Article 26(b) of the Level 2 Directive

CESR considers that:

(a) in order to contain the "essential terms" a summary disclosure must provide adequate information to enable the investor to relate the disclosure to the particular investment or ancillary service that is provided to him, or, to the products to which it relates, to make an informed decision whether to proceed with the investment or ancillary service and, whether to ask for the full information;

(b) a generic disclosure which explains merely that the firm will or may receive or pay or provide items within Article 26(b) is not sufficient to enable a client to make an informed decision and therefore will not be considered as providing the "essential terms of the arrangements" referred to in Article 26 of the Level 2 Directive;

(c) when a number of entities are involved in the distribution channel, each investment firm that is providing an investment or ancillary service must comply with its obligation of disclosure to its clients.

3. Illustrative examples to show the application of the Recommendations

26. In order to explain how Article 26 operates CESR provides below a number of examples. These illustrate some of the variety of circumstances in which Article 26 of the Level 2 Directive is relevant.
27. The examples deal only with the application of Article 26 of MiFID Level 2 Directive in relation to the circumstances they mention and are presented without prejudice to firms' other obligations under MiFID.
28. The examples are for illustration purposes only; although they are intended to be helpful in assessing cases that arise in practice, each such case must be assessed on its own merits and in accordance with its own circumstances. It is not correct to extrapolate the conclusions reached in these examples without a thorough analysis of the context and specific circumstances of each case.

- I. *A client of an investment firm agrees a fee of €100 an hour plus disbursements for the service of investment advice. The investment firm provides the advice and issues an invoice for 10 hours work €1000 and an additional €200 for disbursements. The client pays the invoice himself or instructs his accountant to pay the invoice.*

The payment is clearly paid by the client or by a person on behalf of the client and as such is within Article 26(a) of the Level 2 Directive. No additional requirements under Article 26 apply to the arrangements.

- II. *A client of an investment firm that provides portfolio management services agrees a fee of 1% per annum of assets under management charged pro rata to be paid out of assets under management and that dealing costs such as dealing fees charged by brokers will also be paid out of the client's assets.*

The payments out of the client's funds for the service of portfolio management are clearly paid by the client or by a person on behalf of the client and as such are within Article 26(a) of the Level 2 Directive. The payment of the dealing fees will amount to payments on behalf of the client within Article 26(a). No additional requirements under Article 26 apply to the arrangements.

- III. *A client has agreed with investment firm (A) the fee that he will pay to (A). The client could, if he wishes in connection with an investment or ancillary service provided by (A), also provide an explicit instruction to (C) to pay the amounts that the client owes to investment firm (A) out of the client's account with (C). The client is able to instruct (C) to cease to make such payments.*

Here it is clear that (C) is acting on behalf of its client and the arrangements are within Article 26 (a), and, that (C) is not a "third party" such as to require the tests of Article 26(b) to be met.



- IV. A client of an investment firm that provides portfolio management services agrees a fee of 1% per annum of assets under management charged pro rata to be paid out of assets under management and that dealing costs such as dealing fees charged by brokers will also be paid out of the client's assets. The portfolio manager agrees with one broker that 20% of the dealing fees above a certain level each year will be repaid. These are paid to the portfolio manager.*

The payments to the investment firm out of the client's assets for the service of portfolio management are clearly paid by the client or by a person on behalf of the client and as such are within Article 26(a) of MiFID Level 2. In this case the portfolio manager has also negotiated a further payment to itself. This receipt by the investment firm from a "third party" (the broker) falls within Article 26(b) and in order for the portfolio manager to retain it and not pay it to the client the tests within Article 26(b) would have to be met. Particularly relevant could be factors 4 (a), (b) and 4(c). The arrangement entered into by the investment firm does not appear to provide any new benefit for the clients of the investment firm. The investment firm itself receives a benefit and therefore has an incentive to use only the broker offering the payments. Any enhancement of the service provided to the investment firm's clients seems unlikely, but the incentive is likely to impair the firm's duty to act in the best interest of its clients (for example, to provide best execution).

- V. An investment firm provides a portfolio management service to a client and charges a fee for that service. The investment firm purchases financial instruments for its client; the provider of those financial instruments pays a commission to the investment firm that is paid out of the product charges made to the client.*

CESR's view is that such arrangements are not altogether prohibited. The receipt of commission in addition to the management fees received for the service of portfolio management is clearly of a nature that could impair the firm's duty to act in the best interests of its client. One clear option for the investment firm is to repay to its client any commissions received. If the investment firm wishes not to do so then special attention has to be paid, since it would be difficult for portfolio managers to meet the other conditions within Article 26, especially the duty to act in the best interests of the client.

- VI. A client (C) of an investment firm (F) wishes to deal in instruments that (F) does not offer. Therefore (F) introduces (C) to another investment firm (A). (C) becomes a client of investment firm (A). (A) provides investment services to (C) and charges transaction fees to (C). (A) then pays a share of those fees to the introducing investment firm (F).*

The arrangements need to be considered from the perspective of both the paying investment firm (A) and the receiving investment firm (F).

CESR's view is that the payment by the investment firm (A) will fall within Article 26(b), and can be considered to be designed to enhance the quality of the service to the client. The payment to the introducing broker must be disclosed and not impair the investment firm's duty to act in the best interest of the client.

CESR's view is that the receipt by the investment firm, where received in connection with an investment or ancillary service provided to (C), will fall within Article 26(b). (F) will need to consider carefully whether the arrangements are permitted under Article 26(b) and for this purpose may find the factors set out in Recommendation 4 useful. Article 26(b) also requires the receipt of the benefit to be disclosed.

- VII. An investment firm provides investment advice or general recommendations to its client, transmits orders to product providers on behalf of the client and it does not charge a fee to its clients but receives commission from the product providers when it arranges such sales.*

If the *investment* advice or general recommendation is not biased as a result of the receipt of commissions the receipt should be considered as designed to enhance the quality of the investment advice to the client. The other conditions of Article 26 (b) will also have to be met, and Recommendation 4 (c) will be particularly relevant.

- VIII. As Example VII above, except that the investment firm receives an additional one-off bonus (or "override") payment once sales of a particular product reach an agreed level.*

Factors 4(b), (c) and (e) are particularly relevant to such an arrangement, and it is doubtful that Article 26(b) can be satisfied. As sales approach the target level it becomes more likely that the firm's advice will become biased towards that particular product, in breach of the duty to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of the client.

- IX. An investment firm that is not providing investment advice or general recommendations has a distribution or placing agreement with a product provider or issuer to distribute its products in return for commission paid for by the product provider or a member of its group.*

In such a case the investment firm will be providing an investment service to its end-clients; in the absence of payment by the product provider or issuer these investment services, most likely, would not be provided; therefore, the payments may be seen as being designed to enhance the quality of the service to the client. The other elements of Article 26 (b) must also be met and in considering this, Recommendation 4(c) in particular may be relevant.

- X. An investment firm is providing the ancillary service of corporate finance advice (falling within Section B (3) of Annex I of MiFID). In doing so it incurs its own costs such as fees for legal advice which it does not recharge to its client.*

These costs, *if* they are within Article 26 of the Level 2 Directive at all, are within Article 26(c).

- XI. A product provider provides (without charge) training to the staff of an investment adviser that is an investment firm.*

Such training will be a non-monetary benefit provided to the investment firm and most likely within Article 26(b) of the Level 2 Directive. Within Recommendation 4, factors (b), (c) and (e) will be relevant, for example, the extent to which the training is in relation to services provided to the clients. Training that is provided in an exotic holiday location paid for by the provider is more likely to impair the investment firm's duty to act in the best interests of the client and so not be permitted.



XII. A broker provides to an investment firm general office equipment such as computer equipment.

The office equipment will be a non-monetary benefit provided to the investment firm and most likely within Article 26(b) of the Level 2 Directive. Within Recommendation 4, factors (b), (c) *and* (e) will likely be relevant. Assessment of such items will vary on a case by case basis, depending on all the circumstances. Where equipment provided is closely related to services provided to clients then its provision to an investment firm is more likely to be permitted. Where it is "general" office equipment that can be used for a wide range of purposes within the firm then assessment against the factors in Recommendation 4 is more likely to lead to a conclusion that the item should not be permitted.

Annex A: Extracts from MiFID Implementing Directive 2006/73/EC

Recitals 39 and 40

- (39) For the purposes of the provisions of this Directive concerning inducements, the receipt by an investment firm of a commission in connection with investment advice or general recommendations, in circumstances where the advice or recommendations are not biased as a result of the receipt of commission, should be considered as designed to enhance the quality of the investment advice to the client.*
- (40) This Directive permits investment firms to give or receive certain inducements only subject to specific conditions, and provided they are disclosed to the client, or are given to or by the client or a person on behalf of the client.*

Article 21:

Member States shall ensure, for the purposes of identifying the types of conflict of interest that arise in the course of providing investment and ancillary services or a combination thereof and whose existence may damage the interests of a client, investment firms take into account, by way of minimum criteria, the question of whether the investment firm or a relevant person, or a person directly or indirectly linked by control to the firm, is in any of the following situations, whether as a result of providing investment or ancillary services or investment activities or otherwise:

(...)

(e) the firm or that person receives or will receive from a person other than the client an inducement in relation to a service provided to the client, in the form of monies goods or services, other than the standard commission or fee for that service.

Article 26:

Member States shall ensure that investment firms are not regarded as acting honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of a client if, in relation to the provision of an investment or ancillary service to the client, they pay or are paid any fee or commission, or provide or are provided with any non-monetary benefit other than the following:

(a) a fee, commission or non-monetary benefit paid or provided to or by the client or a person on behalf of the client;

(b) a fee, commission or non-monetary benefit paid or provided to or by a third party or a person acting on behalf of a third party, where the following conditions are satisfied:

- (i) the existence, nature and amount of the fee, commission or benefit, or, where the amount cannot be ascertained, the method of calculating that amount, must be clearly disclosed to the client, in a manner that is comprehensive, accurate and understandable, prior to the provision of the relevant investment or ancillary service;*
- (ii) the payment of the fee or commission, or the provision of the non-monetary benefit must be designed to enhance the quality of the relevant service to the client and not impair compliance with the firm's duty to act in the best interests of the client.*

c) proper fees which enable or are necessary for the provision of investment services, such as custody costs, settlement and exchange fees, regulatory levies or legal fees, and which,

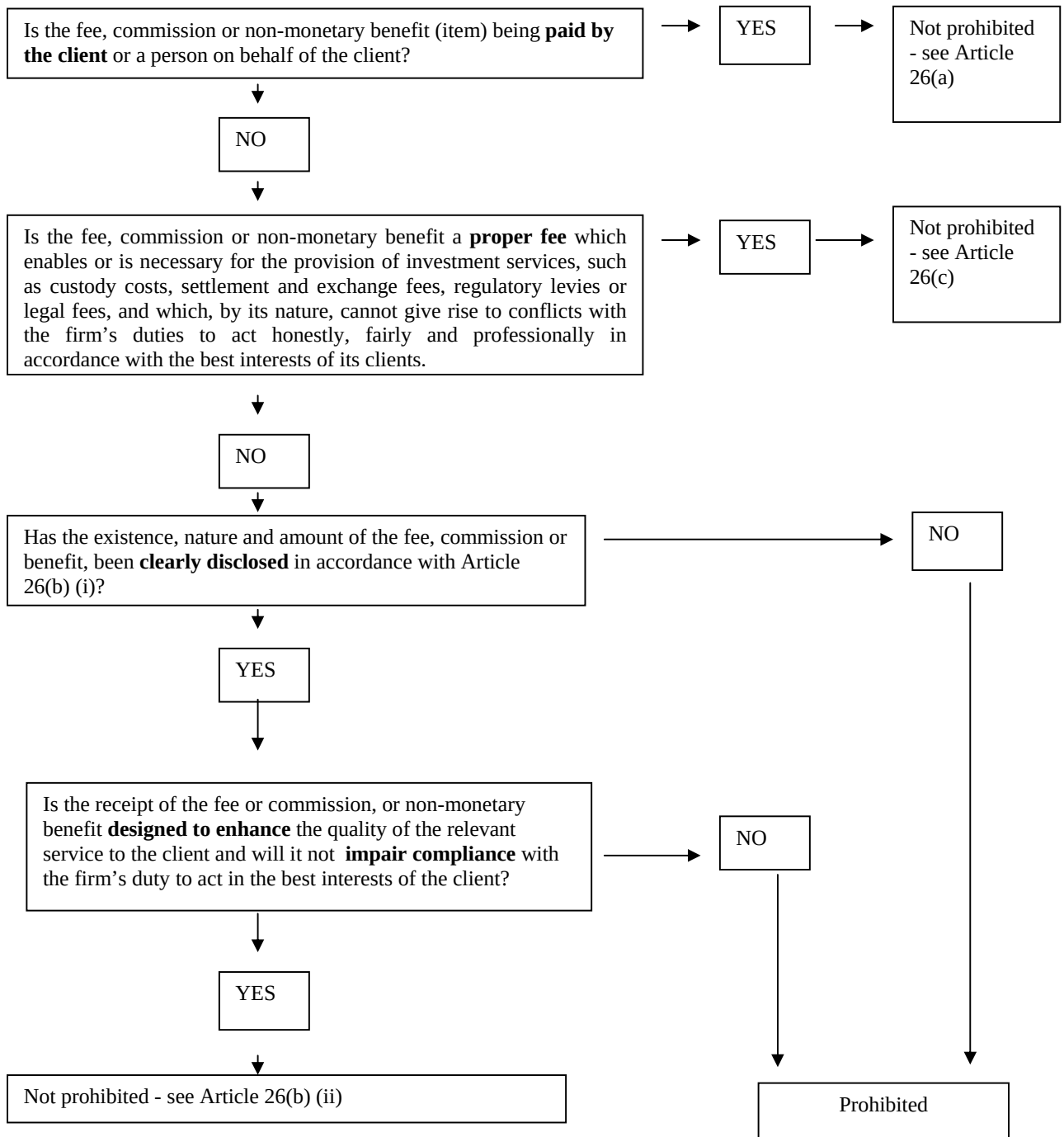


by their nature, cannot give rise to conflicts with the firm's duties to act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its clients.

Member States shall permit an investment firm, for the purposes of point (b)(i), to disclose the essential terms of the arrangements relating to the fee, commission or non-monetary benefit in summary form, provided that it undertakes to disclose further details at the request of the client and provided that it honours that undertaking”.

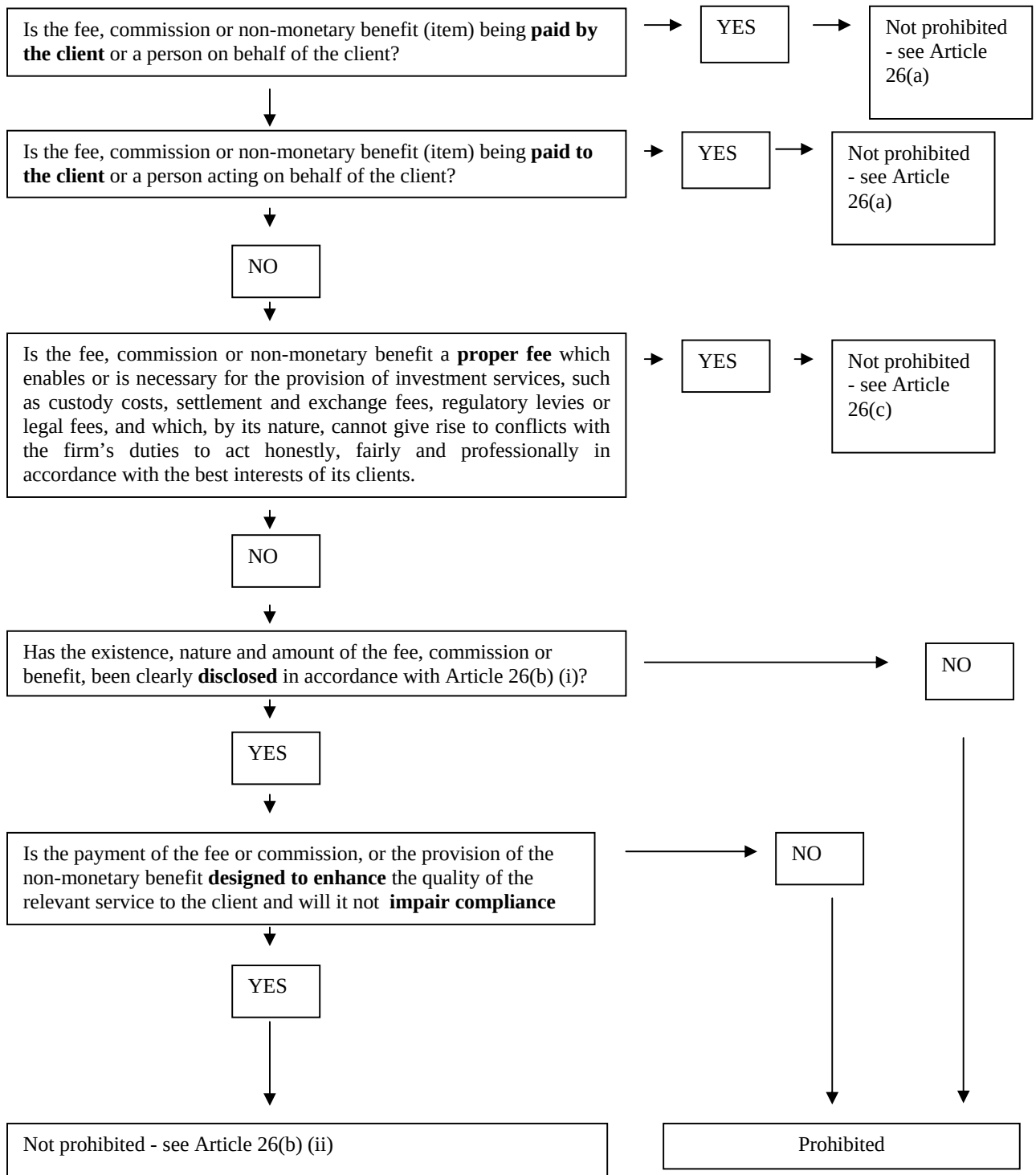
Annex B (1)

To show the treatment under Article 26 of a fee, commission or non-monetary benefit *received by a firm in connection with a service provided to its client*



Annex B (2)

To show the treatment under Article 26 of a fee, commission or non-monetary benefit *paid by a firm in connection with a service provided to its client*







THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS

Ref: CESR/07-320

Best Execution under MiFID

Questions & Answers

May 2007



CONTENTS

Section 1	Background and Scope
Section 2	Questions and Answers
Section 3	Definitions
Appendix	European Commission response to CESR questions on scope



Section 1 – Background and Scope

Introduction

MiFID will introduce common standards of investor protection throughout the European Union. MiFID's best execution requirements are an important component of these investor protection standards as they are designed to promote both market efficiency generally and the best possible execution results for investors individually.

Discussions in the CESR Implementation Forum suggested that many Member States and competent authorities will implement MiFID's best execution requirements by introducing the terms of MiFID directly into their legislation or rulebooks. By copying-out, there will be harmonised Level 1 and Level 2 requirements. Beyond this, it is the responsibility of the competent authorities in each Member State to interpret and supervise compliance with these harmonised rules.

As harmonisation of regulation in the area of best execution is a key objective behind MiFID, CESR has an important role to play in promoting supervisory convergence in this area. To this end, CESR members set out their agreed views on a range of issues relating to best execution in Consultation Paper CESR/07-050b which was published in February 2007. CESR has published a separate Feedback Statement CESR/07-321 on the responses received to the Consultation Paper.

Objective of the Q&A

CESR has prepared this paper in order to clarify key aspects of the CP. CESR has chosen a Q&A format in order to present its views in a user-friendly way that facilitates compliance by firms and convergence among competent authorities. This Q&A presents CESR's answers to practical questions raised by firms and competent authorities about how firms should be complying with the MiFID best execution regime. In this Q&A, CESR does not impose requirements on firms or otherwise go beyond what the Directives already require. Rather, the Q&A explains CESR's views on how firms can comply with the Directives in the particular circumstances and situations that stakeholders have raised.

Status of the Q&A

Members of CESR will make use of this Q&A on a voluntary basis in their day-to-day supervisory practices. The Q&A does not constitute European legislation and will not require national legislative action.

The European Commission has participated as an observer in the course of CESR's work on best execution.

This Q&A is only intended to promote supervisory convergence and does not prejudice the role of the Commission as guardian of the Treaties.

Scope

On 15 November 2006 CESR posed three questions to the European Commission in relation to the work it was undertaking on best execution:



1. In what circumstances do the best execution requirements apply to firms who operate by providing quotes and then dealing?
2. What scope may "specific instructions" from a client cover?
3. In what circumstances do portfolio managers and order receivers and transmitters "execute client orders"?

The Commission's response is appended to this Q&A but does not form part of the Q&A itself. CESR has not addressed the scope of best execution under MiFID in this Q&A, nor has it addressed the question of how best execution applies in dealer markets.

The MiFID Level 3 Expert Group has considered the possibility of conducting a further public consultation following the Commission's reply to CESR and consulted the MiFID Consultative Working Group on this question to gain input from a wider group of stakeholders. Following this consultation, CESR considers that the Commission's reply forms a sufficient basis for implementation and that no further work is needed at the present time.

Further work

In devising its future work plan, CESR will consider reviewing how MiFID's best execution requirements are being applied as well as submissions and requests from the Commission, the Consultative Working Group and other stakeholders.

Q1 Which provisions in MiFID relate to best execution?

1.1 MiFID's best execution regime is set out as follows in the Directives. Article 21 of Level 1 and Articles 44 and 46 of Level 2 set out the requirements for investment firms that provide the service of executing orders on behalf of clients for MiFID financial instruments and, indirectly via Article 45(7), for investment firms that provide the service of portfolio management, when executing decisions to deal on behalf of client portfolios.

1.2 Article 45 of Level 2 (enacted under Article 19 of Level 1) sets out the requirements for (i) investment firms that provide the service of reception and transmission of orders, when transmitting orders to other entities for execution and (ii) investment firms that provide the service of portfolio management, when placing orders with other entities for execution that result from decisions to deal in financial instruments on behalf of client portfolios. There are associated recitals in both Level 1 and Level 2 (Recital 33 of Level 1, and Recitals 66 to 76 of Level 2.)

1.3 Responses to the CP pointed out that investment firms may provide a combination of investment services to the same clients. For example, an investment firm may have the flexibility either to transmit an order on behalf of a client to another entity for execution or to execute the order itself. Similarly, an investment firm may have the flexibility to place orders resulting from its decisions to deal on behalf of client portfolios with other entities for execution or to execute such decisions to deal itself. To take account of this, the Q&A will refer to firms that "execute orders or decisions to deal" and to firms that "transmit or place orders with other entities for execution" rather than referring to "portfolio managers", "RTOs" and "investment firms that execute orders on behalf of clients." Where the Q&A means to refer only to investment firms when they execute orders on behalf of clients, it will refer to firms that "execute orders." The Q&A refers to all of these firms collectively as "firms that carry out orders."

Q2 What is the overarching best execution requirement?

2. MiFID's best execution regime requires investment firms to take all reasonable steps to obtain the best possible result for their clients, taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to order execution. CESR considers this requirement to be of a general and overarching nature. See Q3.

Q3 What should firms do to comply with the overarching best execution requirement?

3.1 The overarching best execution requirement sets a high level standard, allowing investment firms a considerable degree of flexibility on how to meet it. However, MiFID does require firms to comply with a number of specific provisions.

3.2 Firms that execute orders or decisions to deal should establish "execution arrangements" and an "execution policy" (Article 21) for complying with the overarching best execution requirement. In a similar way, firms that transmit or place orders with other entities for execution should establish



a "policy" (Article 45) for complying with the overarching best execution requirement. It follows that all of these firms should carry out orders on behalf of clients in accordance with their (execution) policies and/or arrangements.

3.3. In order to comply with the overarching best execution requirement, firms should ensure that appropriate (execution) policies and/or arrangements are effectively implemented for the carrying out of all orders. Firms however are not under an obligation to obtain the best possible result for each individual order; rather they should apply their (execution) policies to each order with a view to obtaining the best possible result in accordance with the (execution) policy.

3.4 All investment firms that carry out orders should also disclose "appropriate information" to clients about their (execution) policies and monitor and review their performance. See Q13 – Q18 and Q22-24.

Q4 What is the content of the execution policy of a firm that executes orders on behalf of clients or decisions to deal on behalf client portfolios?

4.1 An execution policy should set out the investment firm's strategy for obtaining the best possible result for the execution of its client orders, including the key steps the firm is taking to comply with the overarching best execution requirement and how those steps enable the firm to obtain the best possible result.

4.2 The execution policy should also include an account of the relative importance, or the process for determining the relative importance, the firm places on the best execution factors when executing client orders or decisions to deal, as well as information on how those factors affect the firm's choice of execution venues for inclusion in the execution policy.

4.3 The execution policy should also set out the execution venues the firm uses. Article 21(3) states that the execution policy "...shall at least include those venues that enable the investment firm to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of client orders". CESR understands this provision to mean that firms should include certain venues in their policy, not that the policy can omit other venues used by the firm. A firm may however in exceptional circumstances use venues not listed in its policy, for example on a provisional basis or to accommodate a client request to trade in an unusual instrument, with a view to satisfying the overarching best execution requirement. See Q13 through Q15 on disclosure about the execution policy.

Q5 What are execution arrangements and how do they differ from the execution policy?

5. The "execution arrangements" are the means that an investment firm employs to obtain the best possible result when executing orders or decisions to deal, while the "execution policy" may be understood as a document that describes the most important and/or relevant elements of those execution arrangements. See [Q7].

Q6 What is the content of a policy for a firm that transmits or places orders with other entities for execution?

6.1 The "policy" is the means that the investment firm employs to obtain the best possible result for its clients when it transmits or places orders with other entities for execution.



6.2 In particular, the policy should set out the strategy of the firm, the key steps the firm is taking to comply with the overarching best execution requirement and how those steps enable the firm to obtain the best possible result.

6.3 The policy should also include an account of the relative importance, or the process for determining the relative importance, the firm places on the best execution factors when carrying out client orders, as well as information on how those factors affect the firm's choice of entities for inclusion in the policy.

6.4 The policy should also set out the entities the firm uses. In exceptional circumstances, however, a firm may use entities not listed in its policy (See Q4). See Q13 and Q16 on disclosure about the policy.

Q7 How differentiated should the content of an (execution) policy be?

7.1 The investment firm should differentiate its (execution) policy to the extent necessary to comply with the overarching best execution requirement.

7.2 The number of subsets in the (execution) policy will depend *inter alia* on the types of clients a firm serves, the types of financial instruments for which it accepts orders, and the relevant execution venues and entities available for those instruments.

7.3 A firm's (execution) policy will need at least to address the different classes of instrument for which it carries out orders. Examples of such classes are equities, debt instruments, units of collective investment schemes and derivatives (which would need to be further distinguished between exchange-traded derivatives and OTC products, if appropriate). The (execution) policy will also need to address the distinction between retail and professional clients to the extent that the firm treats each such category of clients differently. In addition to differentiating by class of instrument and client categorisation, an investment firm may wish to distinguish its policy further, for example by order type.

Q8 Can a firm that executes orders or decisions to deal include only one venue in its execution policy?

8.1 CESR considers that whenever there is more than one execution venue that would enable the investment firm to obtain the best possible result on a consistent basis, the firm should consider the respective merits of such venues. The firm should at least include those venues that enable it to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of its client orders or decisions to deal.

8.2 However, MiFID does not prohibit firms from selecting only one execution venue if the firm can show that by doing so it is able to obtain the best possible result on a consistent basis. For example, there may be circumstances where a particular execution venue will deliver the best possible result on a consistent basis for a given subset of the execution policy, or where the costs of including more than one venue in the execution policy (to the extent that such costs would be passed on to clients) would outweigh any price improvement to be gained by doing so (considered over a reasonable time frame). In such circumstances, it may be reasonable for the firm to include only one venue in its execution policy.

8.3 In order to comply with the requirement under Article 19(1) to act in the best interests of its clients, a firm should consider transmitting client orders instead of executing them itself where that



would deliver a better result for clients, provided the firm is authorised for reception and transmission of such orders.

Q9 Can a firm that transmits or places orders with other entities for execution include only one entity in its policy?

9. An investment firm that transmits or places orders with other entities for execution can include a single entity in its policy if it is able to show that this allows it to satisfy the overarching best execution requirement. That is, where a firm transmits or places orders with a single entity for execution, the firm should determine that selecting only one entity complies with the overarching best execution requirement. In addition, the firm should reasonably expect that the entity it selects will enable it to obtain results for its clients that are at least as good as the results that it reasonably could expect from using alternative entities.

Q10 How does a firm assess the relative importance of the best execution factors?

10.1 Responsibility for assessing the relative importance of the best execution factors lies with the investment firm. A firm should take into account the following criteria when determining the relative importance of the best execution factors:

- the characteristics of the client, including the categorisation of the client as retail or professional;
- the characteristics of the client order;
- the characteristics of the financial instrument that is the subject of the order;
- the characteristics of the execution venues or entities to which that order can be directed.

10.2 For retail clients, the best possible result is determined in terms of the total consideration. See Q11.

Q11 What is "total consideration"?

11.1 Total consideration is the price of the financial instrument and the costs related to execution, including all expenses incurred by the client which are directly related to the execution of the order such as execution venue fees, clearing and settlement fees, and any other fees paid to third parties involved in the execution of the order.

11.2 For example, an investment firm that provides a service to retail clients with respect to shares admitted to trading on a regulated market will focus on the net cost (or net proceeds in the case of a sale) of executing the order on the venues available, and will direct the order to the execution venue or entity providing the best possible result in terms of total consideration. The firm may consider speed, likelihood of execution and settlement, the size and nature of the order, market impact and any other implicit transaction costs and give them precedence over the immediate price and cost factors if they are instrumental in delivering the best possible result in terms of the total consideration to the retail client. Such implicit costs may be relevant for retail clients with respect to a large order in a relatively illiquid share, for example.

11.3 CESR considers that the concept of total consideration is relevant for the assessment of best execution for professional client orders too, because in practice a firm is unlikely to be acting reasonably if it gives a low relative importance to the net cost of a purchase or the net proceeds of a



sale. There may be circumstances, however, where other factors will be more important for professional clients and MiFID clearly allows firms flexibility in this regard.

Q12 Can a firm take its fees and commissions into account when deciding between execution venues?

12.1 With respect to investment firms that execute orders on behalf of clients, MiFID draws a distinction between the selection of venues to be included in the firm's execution policy and the choice between two or more venues contained in the execution policy for the execution of a particular transaction.

12.2 When selecting venues to be included in its execution policy, a firm should not take into account the fees and commissions that it will charge its clients. At this stage, the firm should focus on the potential of the venues to enable the firm to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of its client orders. In other words, it should focus on the quality of execution available on the various venues.

12.3 When choosing a venue for the execution of a particular client order (from among the venues included in the firm's execution policy that are capable of executing such an order), the firm should take into account the effect of its own fees and commissions on the total consideration to the client.

12.4 For example, if a firm has included a regulated market and a systematic internaliser in its execution policy (or is itself a systematic internaliser) because both those venues enable the firm to obtain on a consistent basis the best possible result for the execution of its client orders, the firm will need to take into account not only the prices displayed by those two venues, but also any difference in fees or commission it charges the client for executing on one venue rather than the other (as well as any other costs or other relevant factors). See Q13.

Q13 Does MiFID regulate the fees and commissions a firm charges for the execution of client orders?

13.1 Investment firms are free to set their fees or commissions at the level they choose, provided that no venue is unfairly discriminated against. A firm may not charge a different commission (or spread) for execution on different venues unless the difference reflects a difference in the cost to the firm. For example, a firm may not direct all its orders to another firm within its corporate group on the basis that it charges its clients a higher fee for access to other venues that is unwarranted by higher access costs.

13.2 MiFID contains specific disclosure requirements for retail clients regarding a firm's fees and commissions to ensure that these investors are able to compare the fee structures of different firms¹. See Q14.

Q14 What information about its (execution) policy should a firm disclose to its clients?

14.1 An investment firm should provide appropriate information about its (execution) policy to its clients, rather than the full detail of its execution arrangements and/or policy. In this way, MiFID strikes a balance between requiring firms to disclose a lengthy trading manual which would be of

¹ See Article 19(3) of Level 1 and Articles 33 and 40(4) of Level 2.



limited utility to clients and information that is too high level to enable an adequate understanding of a firm's (execution) policy by clients.

14.2 CESR considers that firms should disclose sufficient information, reflecting any relevant differentiation of the firm's (execution) policy (see Q7), to enable clients to make a properly informed decision about whether to utilise the services offered by the firm.

Q15 Is there additional information about its execution policy which a firm that executes orders or decisions to deal should disclose to its *retail* clients?

15.1 An investment firm executing orders or decisions to deal on behalf of retail clients should disclose the following in good time prior to the provision of the service:

- the relative importance the firm assigns to the best execution factors, or the process by which it determines their relative importance,
- a list of the execution venues on which the firm places significant reliance in meeting the overarching execution requirement,
- a warning to the client regarding the use of specific instructions.

15.2 CESR considers that where a retail client requests additional information about a firm's execution policy and such a request is reasonable and proportionate, the firm, by virtue of its duty to act fairly and professionally¹, should consider honouring such a request, especially where such information is needed to enable the client to make a properly informed decision about whether to utilise, or continue utilising, the services of the firm.

Q16 Is there additional information about its execution policy which a firm that executes orders or decisions to deal should disclose to its *professional* clients?

16.1 An investment firm should provide appropriate information about its execution policy to its professional clients. There are no provisions within MiFID that detail what constitutes "appropriate information" for professional clients.

16.2 Firms should supply information to professional clients upon request provided the request is reasonable and proportionate. What is reasonable and proportionate will depend on the facts and circumstances of each particular situation.

Q17 Is there additional information about its policy which a firm that transmits or places orders with other entities for execution should provide to its clients?

17.1 A firm that transmits or places orders with other entities for execution should provide "appropriate information" on its policy to its clients.

17.2 This information should enable the client to understand the key aspects of the firm's policy. Depending on the circumstances, it may be appropriate to mention the relative importance of the factors or to describe the process used to select the entities. It will also be appropriate to mention the entities used, depending on the circumstances. For example, where an investment firm includes only a small number of entities in its policy, it may be appropriate to disclose them to clients.

¹ See Article 19(1) of Level 1.



Q18 What should a firm do if it amends its execution policy?

18.1 An investment firm that executes orders or decisions to deal should notify its clients of any material changes to its execution arrangements or execution policy. A change is material where its disclosure is necessary to enable the client to make a properly informed decision about whether to continue utilising the services of the firm. In particular, a firm should consider the materiality of any changes it makes to the relative importance of the best execution factors or to the venues on which it places significant reliance in meeting the overarching best execution requirement.

18.2 There is no comparable requirement for firms that only transmit or place orders with other entities for execution but do not execute orders or decisions to deal.

Q19 How should disclosure on the (execution) policy be presented?

19.1 Investment firms should provide their clients with appropriate information in a comprehensible form.

19.2 A firm executing orders or decisions to deal on behalf of retail clients should provide the required information about its execution policy either in a durable medium or by means of a website under certain conditions¹. Any such disclosure could be incorporated into the client agreement.

Q20 How do clients consent to the execution policy?

20.1 An investment firm that executes orders or decisions to deal should obtain the prior consent of its clients to its execution policy. CESR observes that for consent to be valid, the legal provisions of the relevant Member State relating to the giving of consent must be satisfied, without prejudice to what is said in Q14 through Q16 about the information that the firm should provide to clients.

20.2 A firm should obtain the prior express consent of its clients before executing their orders outside a regulated market or MTF.

20.3 There are no comparable requirements for firms when they transmit or place orders with other entities for execution but do not execute orders or decisions to deal themselves.

Q21 What is the difference between "consent" and "express consent"?

21.1 Where MiFID requires "prior express consent", CESR considers that this entails an actual demonstration of consent by the client which may be provided by signature in writing or an equivalent means (electronic signature), by a click on a web page or orally by telephone or in person, with appropriate record keeping in each case.

21.2 CESR considers that on a purposive reading of the "express consent" requirement, an investment firm does not have to obtain express consent from its clients where the relevant instruments are not admitted to trading on a regulated market or MTF.

¹ See Articles 3(1) and 3(2) of Level 2.



21.3 CESR understands that "prior consent" may, at least in some jurisdictions, be tacit and result from the behaviour of the client such as the sending of an order to the firm after having received information on the firm's execution policy.

21.4 Competent authorities are empowered to require evidence from firms that tacit consent has been given by clients and may have access to any document and demand information from firms in this regard¹. In particular, a firm may be asked to show that it has supplied clients with the appropriate information on its execution policy.

Q22 In what respects and under what circumstances can a firm that transmits or places orders with other entities for execution rely on those entities to help it satisfy the overarching best execution requirement?

22.1 MiFID clarifies that its best execution provisions are not intended to require a firm that transmits or places orders with other entities for execution to duplicate the efforts of its execution entities. Rather, a firm should determine that the entities it uses will enable it to comply with the overarching best execution requirement when placing an order with, or transmitting an order to, another entity for execution.

22.2 To this end, a firm should review the execution arrangements of the entities it wishes to use to determine whether they will allow the firm to comply with all its best execution requirements.

22.3 In determining whether an entity is likely to enable the firm to obtain the best possible result for its clients, a firm also may need to consider:

- whether the entity itself is subject to Article 21 for the relevant business, that is, whether the entity is an investment firm executing or receiving and transmitting orders on behalf of the firm and the entity has agreed to treat the firm as a retail or professional client;
- whether the entity will undertake by contract to comply with any or all of the MiFID best execution requirements in relation to the relevant business (with the result that it has contractual but not regulatory responsibilities for best execution); and
- whether the entity can demonstrate that it delivers a high level of execution quality for the kind of orders that the investment firm is likely to place with or transmit to it.

Furthermore, with respect to the relevant business, if an entity is subject to Article 21 or undertakes by contract to comply with Article 21, and the firm merely transmits or places orders with the entity for execution, taking few steps itself that affect execution quality, and the firm has determined that the entity has arrangements that will enable the firm to comply with its obligations under Article 45, then CESR considers that the firm will be able to place a high degree of reliance on that entity in order to comply with its own overarching best execution requirement. That is, in these circumstances, CESR considers that a firm would be complying with the overarching best execution requirement with respect to particular orders simply by placing them with or transmitting them to such entities. Of course, the firm would still be subject to the other requirements of Article 45, in particular the requirements to implement an appropriate policy and to monitor and review its effectiveness, including the execution quality actually delivered by such entities. And the firm could not continue to rely on an entity if its monitoring or review indicated that the entity was not, in fact, enabling it to obtain the best possible result for the execution of its client orders.

22.4 In addition, when devising its policy, a firm should consider whether it is reasonable simply to transmit or place orders with another entity for execution or whether it is necessary to exercise

¹ See Articles 50(1)(a) and (b) of Level 1.



some additional control over how its orders are executed, in order to meet the overarching best execution requirement. Similarly, any actions the firm takes that may affect the quality of execution of the order should be consistent with the overarching best execution requirement. For example, where a firm gives specific instructions to an execution entity about how or where a particular transaction is to be executed, those instructions should comply with the overarching best execution requirement.

22.5 Firms are not restricted to using entities subject to MIFID for carrying out their orders. In order to be able to use an entity that is not subject to the MiFID best execution regime, in particular a non-EEA service provider, firms should ensure that the execution arrangements of such an entity allow them to comply with the overarching best execution requirement. Where the firm cannot satisfy itself that this is the case, it should not use such entities.

Q23 What is the requirement to review?

23.1 Review is an overall assessment of whether the (execution) policy and/or arrangements include all reasonable steps that the investment firm could be taking to obtain the best possible result for the execution of its client orders. Specifically, the firm should consider whether it could consistently obtain better execution results if it were to:

- include additional or different execution venues or entities;
- assign a different relative importance to the best execution factors; or
- modify any other aspects of its (execution) policy and/or arrangements.

23.2 All investment firms should carry out reviews at least annually. A firm should also review its (execution) policy and/or arrangements whenever a material change occurs that could affect its ability to obtain the best possible result for the execution of its clients' orders. What is material will depend on the nature and scope of any change.

Q24 What is the requirement to monitor?

24.1 Monitoring is the assessment, on a regular basis, of particular transactions in order to determine whether the investment firm has complied with its (execution) policy and/or arrangements, and whether the resulting transaction has delivered the best possible result for the client.

Monitoring may include comparing similar transactions:

- (i) on the same execution venue or with the same entity, in order to test whether a firm's judgement about how orders are executed is correct, or
- (ii) on different execution venues or entities chosen from among those in the firm's (execution) policy, in order to test whether the 'best' execution venue or entity is being chosen for a given type of transaction.

24.2 Where monitoring reveals that a firm has fallen short of obtaining the best possible result, the firm should consider whether this is because the firm has failed to follow its (execution) policy and/or arrangements or because of a deficiency in such policy and/or arrangements, and make appropriate amendments.



24.3 All investment firms should undertake monitoring, but the monitoring methodology is at the discretion of the firm. Where monitoring every transaction would be disproportionate, other approaches, such as appropriate methodologies for sampling, may suffice.

Q25 Will the precise nature of review and monitoring vary depending on where a firm sits in a chain of execution?

25.1 Investment firms that execute orders or decisions to deal will need to monitor and review the steps they are taking to deliver the best possible result, as well as the performance of the execution venues they are using.

25.2 Investment firms that transmit or place orders with other entities for execution may need to take different approaches to their review and monitoring requirements, depending on how much control they exercise over the way their orders are executed. A firm may merely send orders received or decisions to deal to an entity for execution, taking few steps itself that affect execution quality and therefore relying to a high degree on the entity with respect to how orders are to be executed; alternatively, it may provide that entity with more or less extensive instructions about how the order should be executed or take steps to manage the execution of the order itself before sending the order to an entity. In the second case, the firm should monitor and review its own actions and their impact on the execution quality it is obtaining.

25.3 In any event, firms that transmit or place orders with other entities for execution should review and monitor the execution quality of the entities they use.

25.4 In addition, if a portfolio manager is empowered to either execute its decisions to deal itself or to place orders with other entities for execution, then, as part of the review process, it should compare the performance of the entities it uses with its own performance in executing its decisions to deal.

Q26 Is CESR currently undertaking any work on execution quality data?

26.1 No. CESR will consider any request from the Commission to examine execution quality data or any other aspect of best execution and will report such requests as and when they are received. CESR will consider whether further work is needed in relation to best execution as part of the assessment of the MiFID work programme starting in November 2007.

Q27 What is the outcome of CESR's call for evidence on article 21(5) of the Level 1 'demonstration of compliance'?

27.1 An investment firm that executes orders or decisions to deal should be able to demonstrate to its clients on request that such executions have been carried out in accordance with its execution policy. After November 2008, with one year of practical experience of the MiFID rules, CESR will consider whether there is a need to do further work to align the practices in this respect.

Section 3 - Definitions

In the interests of clarity and simplicity, CESR has kept to the terminology used in MiFID and its implementing directive wherever possible. However CESR considers it useful to abbreviate certain of these terms and concepts in order to keep the length of this paper to a minimum and to make its contents as user friendly as possible. Non-MiFID terms have only been used where CESR considers such concepts useful aids to understanding the directive. These terms are defined here but CESR does not intend for these terms to supersede or add to the terms of the directives in any way.

Level 1	Directive 2004/39/EC of 21 April 2004
Level 2	Directive 2006/73/EC of 10 August 2006
MiFID	Collectively Directive 2004/39/EC of 21 April 2004 and Directive 2006/73/EC of 10 August 2006
Article 21	Article 21 of Directive 2004/39/EC of 21 April 2004 (Level 1)
Articles 44, 45 and 46	Articles 44, 45 and 46 of Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 (Level 2)
(Execution) policy	The "execution policy" under Article 21 and the "policy" under Article 45.
Execute orders or decisions to deal	Execute orders on behalf of clients, or execute decisions to deal on behalf of client portfolios when providing the service of portfolio management.
Carrying out	(i) Executing an order on behalf of a client (ii) When providing the service of portfolio management, placing an order with an entity for execution that results from a decision to deal in financial instruments on behalf of a portfolio or executing a decision to deal in financial instruments on behalf of a client (iii) When providing the service of reception and transmission of client orders, transmitting client orders to other entities for execution The European Commission has confirmed its intention to give the term this meaning as used in the context of client order handling in Articles 47, 48 and 49 of Level 2
Execution venues	Regulated markets, MTFs, systematic internalisers, market makers or other liquidity providers or entities that perform a similar function in third countries to the function performed by any of the foregoing (last paragraph of Article 44(1) of Level 2)
Entities	Natural or legal persons or other entities that either transmit or execute orders in financial instruments
Best execution factors	The factors listed in Article 21(1) of Level 1. These factors are also referred to in Article 45(4) of Level 2.
Overarching execution requirement	best The requirement under Article 21(1) and Article 45(4) to take all reasonable steps to obtain the best possible result for the execution of client orders, taking into account the best execution factors



**Transmit or place
orders with other
entities for execution**

Transmit client orders to other entities for execution when providing the service of reception and transmission of orders, or place orders with other entities for execution that result from decisions to deal in financial instruments on behalf of client portfolios when providing the service of portfolio management.



Appendix – European Commission response to CESR questions on scope



EUROPEAN COMMISSION
Internal Market and Services DG

FINANCIAL SERVICES POLICY AND FINANCIAL MARKETS
Director

23.03.07

1179

Brussels, 19 March 2007
G3 D(2007)

Mr. Eddy Wymeersch
Chairman
CESR
Avenue de Friedland 11-13
75008 Paris
FRANCE

Subject : Best execution – scope issues under Mifid and the implementing directive

Dear Eddy,

Following Arthur Philippe's request of 15 November 2006 please find the Commission services' opinion on the three issues related to best execution for which CESR asked for clarification.

Yours sincerely

David WRIGHT

J:\A FS 80 SECURITIES\FS 80.30 ISD - MIFID\30.1 MIFID\30.1.8 Implementation\30.1.8.1Best execution

Commission européenne, B-1049 Bruxelles / Europese Commissie, B-1049 Brussel - Belgium. Telephone: (32-2) 299 11 11.

http://ec.europa.eu/internal_market/

WORKING DOCUMENT ESC-07-2007

Commission answers to CESR scope issues under MiFID and the implementing directive

Issue 1 – Dealing on quotes

In what circumstances do the best execution requirements apply to firms who operate by providing quotes and then dealing?

In many markets in financial instruments firms operate by providing 'quotes' (that is, prices at which they may be willing to buy or sell:

- continuously, such as for example, on a web-page or some limited access bulletin board; or
- to a particular person, such as, for example, in response to a 'request for quote' from that person, which is communicated electronically or over the phone, and then dealing with a person to whom they have made a quote.

In its consultation paper published on 31 October 2006, the UK FSA has suggested that best execution requirements do not necessarily apply to firms who operate in this way for either or both of the following reasons:

- (i) A firm operating in this way may not be providing an investment service, only performing an investment activity. That is, there is no client;
- (ii) A firm operating in this way does not receive a client order, because there can only be an order where the firm commits to do something on behalf of the client and the presumption is that there is no such commitment in this type of dealing. (An order would be, for example, where the firm commits to obtaining the best price.)

Other CESR members believe that the above-mentioned interpretation is not consistent with Art. 21 of MiFID and Art. 44 of the implementing directive because the "dealing on quotes" meets the criteria of dealing on own account. Dealing on own account with clients by investment firms should be considered as the execution of client orders and therefore is subject to the best execution requirements (Recital 69 of the implementing directive).

The interpretation according to which "dealing on quotes" does not amount to "dealing on own account" was expressly rejected in the negotiation of level 2 measures. The rationale behind was that such an interpretation runs against the approach adopted in the Level 1 regulatory framework.

According to MiFID, only eligible counterparties may be allowed to enter into transactions without benefiting of the best execution requirements. Apart from such an exception,

whenever an investment firm executes an order, it provides an investment service to a client, therefore best execution requirements apply.

Moreover, Art. 44(3) of the implementing directive expressly refers to the need of taking into account the client's nature (retail/professional) in order to achieve the best possible result.

The motive for not having exempted professional clients may be that the best execution rules not only serve the purpose of investor protection but also to foster the competition between execution venues and overall market efficiency. This is expressed in Art. 21(6) of MiFID ("fair and orderly functioning of markets") and Art. 44(4) of the implementing directive ("discriminate unfairly between execution venues").

Commission services' response

1. We do not consider it fruitful to distinguish between, on the one hand, cases where a service is being provided to a client and, on the other hand, those where an activity is simply being carried on *with* a person who is not a client. The Level 1 Directive provides no clear criterion for distinguishing between these two situations. It is clearly the case, for example, that carrying on the activity of dealing on own account can also involve the provision of a service to a client in some cases. This much is implicit in Recital 69 of the Level 2 Directive. Therefore, we do not believe this distinction should determine whether or not best execution is required in a particular case. Similarly, we do not believe it is useful to focus on the question of when an *order* arises. Again, this is consistent with Recital 69, which clarifies that whenever a firm deals on own account with a client there should be considered to be an order.
2. As a corollary, we believe that whenever a person or entity enters into a transaction with an investment firm, it will do so in the capacity either of an eligible counterparty, or as a retail or professional client.
3. As regards eligible counterparties, Article 24 of MiFID provides that best execution obligations under Article 21, together with conduct of business obligations under Article 19 and client order handling obligations under 22(1), do not apply. At the same time, as indicated by Recital 40 of MiFID, eligible counterparties should be considered to be acting as clients. One consequence of this is that the protections of Articles 13 and 18, relating *inter alia* to conflicts of interest and client assets, will continue to apply. As regards retail or professional clients, Articles 13, 18 and 19 of MiFID will always apply whilst the application of Article 21 will depend on what is said below.
4. In our view, the key concept to focus on in interpreting Article 21 is the execution of orders *on behalf of clients*. This is consistent with the definition in Article 4(1)(5) of MiFID, which refers specifically to a firm acting to conclude agreements to buy or sell financial instruments *on behalf of clients*, and the description of the relevant investment service in Annex I to MiFID as the "execution of orders on behalf of clients". Both provisions support the idea that the requirement that an order is being executed on behalf of a client is integral to the concept of best execution.
5. Recital 33 of MiFID provides some explanation of the concept of execution of orders *on behalf of clients*, by indicating that it will typically be present in a range of circumstances which are broadly referred to in that Recital as situations where 'contractual or agency

obligations' are owed by the firm to the client¹. It is also important to note that Recital 33 of MiFID circumscribes the scope of Recital 69 of the level 2 Directive, so that the scope of best execution requirements in relation to dealing on own account is limited to circumstances covered by Recital 33 where the firm is acting on behalf of the client (and is thereby in a position to make decisions that will affect the interests of the client).

Indicative examples of cases where a firm executes an order on behalf of a client and therefore best execution applies

6. Applying the principles set out above, transactions based on a client's request to the investment firm to buy or sell a financial instrument for him will *always* fall within the concept of execution of an order on behalf of a client. This will include the following types:

- Executing a client order by dealing as agent for a client. In this situation, the intermediary takes a customer order and places the order, on behalf of the client, with an execution venue (such as an exchange, a systematic internaliser or another liquidity provider) for execution. For example, client A instructs investment firm B to buy 100 shares of X. The firm must then seek the execution venue that offers the best conditions for buying X shares at the time that the order is to be executed.
- Executing a client order against the firm's own proprietary position (including as a systematic internaliser), where the firm is making decisions as to how the order is executed: e.g. where it is 'working the order' on the client's behalf. For example, client A gives the same instruction as in the preceding example, but investment firm B sells 100 shares in X to client A from its own portfolio. In this case, B puts itself in competition with other relevant execution venues and can execute the client instructions by selling the shares from its portfolio, provided that in doing so it obtains the best result for the client as compared with the other execution venues surveyed.
- Executing a client order by dealing as a riskless principal on behalf of the client, including cases where the client is charged a spread on the transaction. In this type of transaction, the investment firm will typically deal as principal with its client at the same time, and on the same terms (as to instrument, time and price (allowing for any spread)), as it enters a transaction as principal with a counterparty.

Indicative examples of transactions where a firm generally does not execute an order on behalf of a client and therefore does not owe an obligation of best execution to its client

7. Transactions based on a specific request by the client to buy or sell a financial instrument from the investment firm, or on the acceptance by the client of an offer made by the firm to buy or sell a financial instrument from the firm, will typically not fall within the concept of execution of an order on behalf of a client unless in all the circumstances, taking into account the considerations set out in paragraph 8 below, the firm should properly be regarded as acting on behalf of the client. This class of transactions will include the following type:

¹ However, the reference to 'agency' in Recital 33 is not intended to equate the application of best execution obligations with the existence of an agency relationship under the applicable national law.

- Executing a client order by entering a proprietary trade with the client in those cases not covered by paragraph 6 above. This includes the case where the firm engages in proprietary trading by quoting on a 'request for quote' basis. For example, client A requests a quote from investment firm B for 100 shares of X. The firm provides a quote which the client accepts and asks to buy 100 shares at the price quoted by B. By way of further example, B is a market maker that displays its quotes and Client A "hits" the quote displayed by B.
8. However, in some cases, proprietary trades will attract the best execution obligation. The application or otherwise of best execution will depend on whether the execution of the client's order can be seen as truly done *on behalf of* the client. This is a question of fact in each case which ultimately depends on **whether the client legitimately relies on the firm to protect his or her interests in relation to the pricing and other elements of the transaction - such as speed or likelihood of execution and settlement - that may be affected by the choices made by the firm when executing the order.** The following considerations, taken together, will help to determine the answer to this question:
- whether the firm approaches (initiates the transaction with) the client or the client instigates the transaction by making an approach to the firm. In those cases where the firm approaches a retail client and suggests him to enter into a specific transaction it is more probable that the client will be relying on the firm, to protect his or her interests in relation to the pricing and other elements of the transaction.
 - questions of market practice will help to determine whether it is legitimate for clients to rely on the firm. For example, in the wholesale OTC derivatives and bond markets buyers conventionally 'shop around' by approaching several dealers for a quote, and in these circumstances there is no expectation between the parties that the dealer chosen by the client will owe best execution.
 - the relative levels of transparency within a market will also be relevant. For markets where clients do not have ready access to prices while investment firms do, the conclusion will be much more readily reached that they rely on the firm in relation to the pricing of the transaction.
 - the information provided by the firm about its services and the terms of any agreement between the client and the investment firm will also be relevant, but not determinative of the question. The use of standard term agreements to characterise commercial relationships otherwise than in accordance with economic reality should be avoided.
9. These factors are likely to support the presumption that, in ordinary circumstances, a retail client legitimately relies on the firm to protect his or her interests in relation to the pricing and other parameters of the transaction. Similarly, *prima facie* application of these factors is likely to lead to the presumption that in the wholesale markets clients do not rely on the firm in the same way.

Issue 2 - Use of Specific Instructions

What scope may "specific instructions" from a client cover?

Investment firms are considered to meet their best-execution obligation in respect of specific client instructions for an order or an aspect of an order.

Recital 68 clarifies that when an investment firm executes an order following specific instructions from the client, it should be treated as having satisfied its best execution obligations only in respect of the part or aspect of the order to which the client instructions relate. This provision should not be used by firms to avoid their duty of best execution. In particular, firms should not "suggest" instructions from their clients and thus avoid complying with their obligation.

Commission services' response

10. Recital 68 of the Level 2 Directive must be read in its entirety. In particular, the clarification that a firm should not solicit a specific instruction by expressly indicating or implicitly suggesting the content of an instruction to a client is limited to those circumstances "when the firm ought reasonably to know that an instruction to that effect is likely to prevent it from obtaining the best possible result for that client". So, a firm that 'suggests' instructions to a client should not be considered as avoiding best execution in all cases.
11. For example, a client chooses to use a Direct Market Access system, such that he himself selects parameters of the trade (such as the price, the counterparty, the venue, the timing and the size of trade). In such a case the dealer, while acting on the client's behalf in providing the DMA service, will be treated as having satisfied its duty of best execution to the extent that the client has given specific instructions by means of the DMA system.

The scope for specific instructions deserves legal clarifications as regards, at least, its application in customised products.

Regarding application of the best-execution to customised products (e.g. an Over-The-Counter product), where the client indicates the particular characteristics of the product that he/she wants, can this specification of the characteristics be considered 'specific instructions'? Or, as recital 70 of the implementing directive already provides for a differentiated approach to best execution, should this be dealt with not as a scope issue but as an issue of the relevant standard of best execution? Or, in case of complex products, should we consider that the best execution requirement applies to each of the single components of the product?

Commission services' response

12. Best execution applies to OTC customised instruments in those cases when the firm is considered to be acting on behalf of the client. This will depend on the factors set out in our answer to issue 1. A customised instrument should be understood as that instrument which is tailored to specific needs of a client and for which there is practically no liquidity. On the contrary, an OTC plain vanilla option on a single liquid share with a maturity of one month should not be considered as a customised instrument.
13. The fact that the client specifies what he needs in terms of exposure and protection does not necessarily exclude the application of best execution. In the first stage where an investment firm proposes to a client the elements of an OTC derivatives contract that would respond to the client's needs, it is more appropriate to speak of investment advice rather than best execution. For example, a client may ask an investment firm to design an instrument that will protect him against a collapse in gas prices and a spike in the price of

electricity. The investment firm may propose a number of alternatives with different pay-off structures and advise the client to select one particular design meaning the suitability obligations apply. Best execution obligations could apply depending on the considerations set out in our answer to issue 1.

14. Ordinarily, in those circumstances where best execution applies, the identity of the instruments sought will be a matter of the information contained in the order rather than a question of specific instructions. Nevertheless there may be a level of discretion as to exactly which instruments to obtain on behalf of a client in the order.

15. In the case of complex products², the best execution requirement (when applicable) applies to the product as a whole. Best execution for the product as a whole may conceivably be obtained even if best execution for each component, when considered in isolation, is not obtained.

Issue 3 – Obligations on portfolio managers and order receivers and transmitters

In what circumstances do portfolio managers and order receivers and transmitters "execute client orders"?

Some take the view that portfolio managers execute client orders when they deal directly with execution venues, including direct access to regulated markets as well as use of MTFs, investment firms that deal on own account and other liquidity providers and counterparties.

Others take the view that portfolio managers never execute client orders, except possibly where they arrange transactions between their clients ("agency cross transactions"). For transactions in quote driven markets, some argue that portfolio managers are price takers, not makers, and that, for this reason, they are not 'executing client orders'. Rather, it is the dealer who executes.

In addition, some investment firms that provide retail brokerage services suggest that they themselves only receive client orders and transmit them to other investment firms, it is these other firms that take responsibility for executing these orders. Is there any clear line that can be drawn between reception and transmission of client orders for execution and execution of client orders? Is it possible for two firms in a chain of execution both to be viewed as executing those orders?

These questions are particularly relevant for the operation of Article 45(7) of the Implementing Directive and Article 66 of the Level 1 Directive. Article 45(7) provides that Article 21 (not Article 45) applies to portfolio managers and order receivers and transmitters when they execute client orders.

The requirements under Article 45 are not as extensive as those under Article 21. Therefore, brokerage firms and portfolio managers have an incentive to characterise their business models as something other than execution of client orders.

If portfolio managers do execute client orders when they deal on quote driven markets or deal "direct" via regulated markets or MTFs, then there is a question about what Article 45(7) means for portfolio managers authorised under the UCITS Directive. This is because MiFID Article 66 only applies MiFID Articles 2(2), 12, 13 and 19 to UCITS portfolio managers but not Article 21. Does MiFID apply to transactions by UCITS portfolio managers when they execute client orders?

Commission services' response

² We understand complex products as those that are composed of or represent the performance of more than one product.

16. Since the "execution of orders on behalf of clients" is a distinct investment service, it could be argued that only those entities licensed to provide this particular service can execute orders or decisions to deal on behalf of clients. This would mean that investment firms authorised to provide portfolio management services³ may transact directly with execution venues (i.e. execute decisions to deal) only if they are authorised to provide the service of execution of orders on behalf of clients.
17. The consequence of this reading would be to prevent UCITS management companies from transacting directly with execution venues when providing the investment service of individual portfolio management under Article 5 of the UCITS directive.
18. In accordance with this reading, in such cases Article 45(7) of the implementing Directive will simply not apply because those entities cannot provide the service of execution of orders, and the question as to whether Article 21 applies to UCITS management entities providing the service of portfolio management would be irrelevant.
19. However, the MiFID implementing Directive supports a different interpretation of the relevant provisions which is more consistent with current business practices and also ensures the level of investor protection and gains in market efficiency which the best execution obligations are designed to secure. Under this interpretation, an authorisation to provide the service of portfolio management under Article 5(3) of the UCITS Directive is treated as entitling portfolio managers to execute their own decisions to deal. However, if, when executing the decisions to deal, those persons should be required to comply with the same obligations as those under Article 21 of the MiFID. Any other outcome would compromise investor protection.
20. Article 45(7) of the Level 2 Directive implies that persons who are authorised to carry out portfolio management are not considered to provide the MiFID service of executing orders on behalf of clients when executing decisions to deal in the course of the activity of portfolio management, because there may not necessarily be any client orders when the portfolio manager decides to initiate a transaction on behalf of a client's portfolio.
21. However, the Level Directive 2 recognises that the same policy concerns arise in situations when a portfolio manager executes a decision to deal as are present when an investment firm executes an order on behalf of a client. Indeed, in both cases, transactions are executed on behalf of clients, be they clients under management or clients placing orders. In fact, there seems to be little or no difference, in so far as the interests of the client are at stake, between a situation where a client receives advice from an investment firm and acts on this advice by issuing an order to an investment firm for execution and a situation where a portfolio manager executes a decision to deal directly with an execution venue. In both cases the client needs to be able to rely on the firm's expertise to deliver the best possible result for the transaction.
22. This is why Article 45(7) of the Level 2 Directive provides that when an investment firm that provides the service of portfolio management transacts or deals directly with an execution venue (i.e. executes a decision to deal), it should comply with the obligations under Article 21 of MiFID.

³ Thus bringing them within the scope of MiFID. Collective investment undertakings that do not carry on individual portfolio management (or any other investment service of activity regulated under MiFID) are excluded from the scope of MiFID (Article 2(1)(h)).

23. This means that UCITS asset managers and investment firms, when executing orders directly (rather than transmitting them to an intermediary who would execute them on their behalf) in the course of providing the service of individual portfolio management, will have to comply with the obligations under Article 21. This is necessary in order to ensure adequate investor protection.

Reception and transmission

24. There should be a clear regulatory distinction between a firm that is authorised both to receive and transmit orders and to execute them and a firm that may only receive and transmit client orders for execution to another investment firm. The latter firm may not in any way alter client instructions as it transmits them to another firm for execution or further transmission.

25. Execution of a client order or a decision to deal is always carried out when an investment firm is the last link in the chain of intermediaries between the client order and an execution venue. Clearly, an investment firm may be the first and the last link in the chain: for example, when a client order is executed by an investment firm in its capacity as systematic internaliser.

26. A firm which is authorised both to receive and transmit orders and to execute orders on behalf of clients will need to comply either with Article 21 of MiFID or with the requirements under Article 45 of the MiFID implementing Directive, depending on whether the investment firm transacts directly with the execution venue or transmits the order to another firm for execution. In cases where the investment firm transacts directly with the execution venue, Article 21 of MiFID always applies.

27. Sometimes an investment firm that is authorised to execute orders but acting in its capacity as a receiver and transmitter of orders, issues instructions to another executing firm which are not client instructions and which may affect the quality of execution of the order. In such cases, the instructing firm must comply with Article 45 of the implementing Directive. Execution of the order is carried out by the last firm in the chain.

28. The firm which receives instructions (which are not client instructions) from another investment firm should comply with any instructions passed on to it, treating them as if they were client instructions for the purposes of Article 21(1). However, it must deliver best execution in respect of any part of the order which is not covered by an instruction.



THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS

Ref: CESR/06-552c

**CESR Level 3 Recommendations on the List of
minimum records in article 51(3) of the MiFID
implementing Directive**

February 2007



INTRODUCTION

Article 13 (6) of the Directive 2004/39/EC (hereinafter 'Level 1') establishes that investment firms shall arrange for records to be kept of all services and transactions undertaken by it which shall be sufficient to enable the competent authority to monitor compliance with the requirements under the Directive, and in particular to ascertain that the investment firm has complied with all obligations with respect to clients or potential clients.

Article 51(3) of the Directive 2006/73/EC (hereinafter 'Level 2') establishes that competent authorities shall draw up and maintain a list of the minimum records investment firms are required to keep under MiFID and its implementing measures.

CESR is hereby issuing a recommendation to its members with the content of the list of minimum records that competent authorities need to draw up according to article 51(3) of Level 2. This list is without prejudice of other record keeping obligations arising from other legislation.

The list of minimum records in Level 2 is non-exhaustive and should not be understood as a limitation of the scope of Level 1 and Level 2. CESR understands that compliance with the list does not provide investment firms with a safe-harbour from the record-keeping provisions in Level 1 and Level 2.

It is important to note that CESR is not proposing to harmonise at this stage the content, timing, or form of the different records in the list.

The list does not refer to any of the policies that firms need to maintain pursuant to MiFID. CESR is of the opinion that all such policies need to be kept in writing.

Competent authorities may add to this list other record keeping obligations that they deem fit. CESR is at this stage trying to reach progressive convergence on the basis of the proposed list of minimum records. During 2008, CESR will conduct a review of competent authorities approach to the list of minimum records of article 51(3) of Level 2 with a view to harmonise further in this area.

CESR has consulted on the recommendations to its members. The vast majority of CESR stakeholders is of the opinion that both investors and industry will benefit from a common approach to the list that the different competent authorities have to draw up. This is in line with our objectives of (i) promoting common implementation of MiFID, (ii) fostering supervisory convergence, (iii) facilitating the cross-border provision of investment services and activities, and (iv) ensuring a common minimum basis for investor protection. A feedback statement explains the reasons for the final CESR decisions.

List of minimum records of article 51(3) of the MiFID implementing Directive ¹		
Type of record	Indicative contents of record	Indicative time at which record be created
Identity and categorisation of each client	The identity of each client and sufficient information to support categorisation as a retail client, professional client and/or eligible counterparty	When the client relationship begins or upon re-categorisation, including as a result of any review
Client agreement	Records provided for under Article 19(7) of the directive.	Before providing services to a new client for the first time
Client details (Article 19(4))	The information about the client's or potential client's knowledge and experience, financial situation and investment objectives, relevant to the specific product or service, obtained by the investment firm in complying with its obligation under Article 19(4) of the Directive	On giving advice or being appointed as a portfolio manager
Client details (Article 19(5))	The information about the client's or potential client's knowledge and experience, relevant to the specific product or service, obtained by the firm in complying with its obligation under Article 19(5) of the Directive	Upon providing the relevant service
Records required under Article 25(2)	The information required under Article 25(2) of the Directive	Such records should be kept for the period required by Article 25(2)
Aggregated transaction that includes two or more client orders, or one or more client orders and an own account order	Identity of each client; whether transaction is in whole or in part for discretionary managed investment portfolio and any relevant proportions as well as the intended basis of allocation	On executing an aggregated transaction and before the transaction is executed when the intended basis of allocation is contemplated.
Allocation of an aggregated transaction that includes the execution of a client order	The date and time of allocation; relevant financial instrument; identity of each client and the amount allocated to each client	Date on which the transaction is allocated
Re-allocation	The basis and reason for any re-allocation	At the time of the re-allocation

¹ This list is not exhaustive of the Level 1 obligation on record-keeping.

Order received or arising or decision to deal taken in providing the service of portfolio management	The records provided for under Art. 7 of the Regulation (EC) 1287/2006. Firms may wish to consider the date and hour that the order was sent by the investment firm for execution	Immediately after receipt of the order or after taking the decision
Orders executed on behalf of clients	Records provided for under Art. 8(1) of the Regulation 1287/2006	At the time of the execution of the order
Transactions effected for own account	The records provided for under Art. 8(1) of the Regulation (EC) 1287/2006	Immediately after the transaction is carried out
Transmission of order received by the investment firm	The records provided for under [Article 7 and] Article 8(2) of the Regulation (EC) 1287/2006	Immediately after [receipt and] transmission of the order and immediately after receiving the confirmation that an order has been executed
Periodic statements to clients	Information to evidence the content and the sending of the periodic statement to the client in respect of services provided, either as a copy, or in a manner that would enable reconstruction	On date on which it is sent
Client financial instruments held by an investment firm	The records required under Articles 13(7) of MiFID and under Articles 16.1(a) and (b) of Directive 2006/73/EC	On commencement of the holding
Client financial instruments available for, and subject to, stock lending activities	The identity of client financial instruments that are available to be lent, and those which have been lent as well as information to evidence client consent (note also the requirements under Articles 13(7) of MiFID and Article 19 (2) last paragraph of Directive 2006/73/EC, where applicable)	On such assets being made available for lending and on such assets being lent
Client funds	Sufficient records to show and explain investment firm's transactions and commitments under Article 8 of Regulation 1287/2006 (note also the requirements under Articles 13(8)) of MiFID and under Articles 16.1(a) and (b) of Directive 2006/73/EC	As soon as monies received and paid out
Marketing communications(except in oral forms)	Sample of each marketing communication addressed by the investment firm to retail clients or potential retail clients	At the time the investment firm first issues the marketing communication
Investment research	Each item of investment research, in accordance with Article 24(1) of Directive 2006/73/EC issued by the investment firm in writing	At the time the investment firm first issues the item of investment research
The firm's business and	Records provided for under Art. 5 (1)f of	On the business and organisation

internal organisation	Directive 2006/73/EC	being established or amended
Compliance procedures	The investment firm's essential compliance procedures, under Article 6(1) of Directive 2006/73/EC	On the procedures being established or amended (in respect of each version the period in Article 51(1) of Directive 2006/73/EC shall commence is the date on which the relevant version is amended)
Services or activities giving rise to detrimental conflict of interest	The services or activities under Art. 23 of Directive 2006/73/EC	At the time the conflict of interest is identified
Compliance reports	Each compliance report to senior management, under Articles 6(3)b and 9(2) of Directive 2006/73/EC.	At time of the relevant report
Risk management reports	Each Risk management report to senior management under Art. 7(2)b and 9(2) of Directive 2006/73/EC	At time of the relevant report
Internal audit reports	Each internal audit report to senior management, under Articles 8(d) and 9(2) of Directive 2006/73/EC	At the time of the relevant report
Complaints records	Each complaint referred to in Article 10 of Directive 2006/73/EC received	On receipt of complaint
Complaints handling	The measures taken for the resolution of each such complaint, according to Art. 10 of Directive 2006/73/EC	As measures are taken
Records of prices quoted by systematic internalisers	The quoted prices under Art. 24 para 1b of the Regulation (EC) 1287/2006	As prices are quoted
Records of personal transactions	The information required under Art 12(2)(c) of Directive 2006/73/EC	As notifications of personal transactions are received by the firm or when the firm identifies them
Record of the information disclosed to clients regarding inducements	The information disclosed to clients under Art 26 of Directive 2006/73/EC	As the information is disclosed
Investment advice to retail clients	(i) The fact that investment advice was rendered and (ii) the financial instrument that was recommended.	Upon providing investment advice



European Securities and
Markets Authority

Orientations

Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la
directive MIF

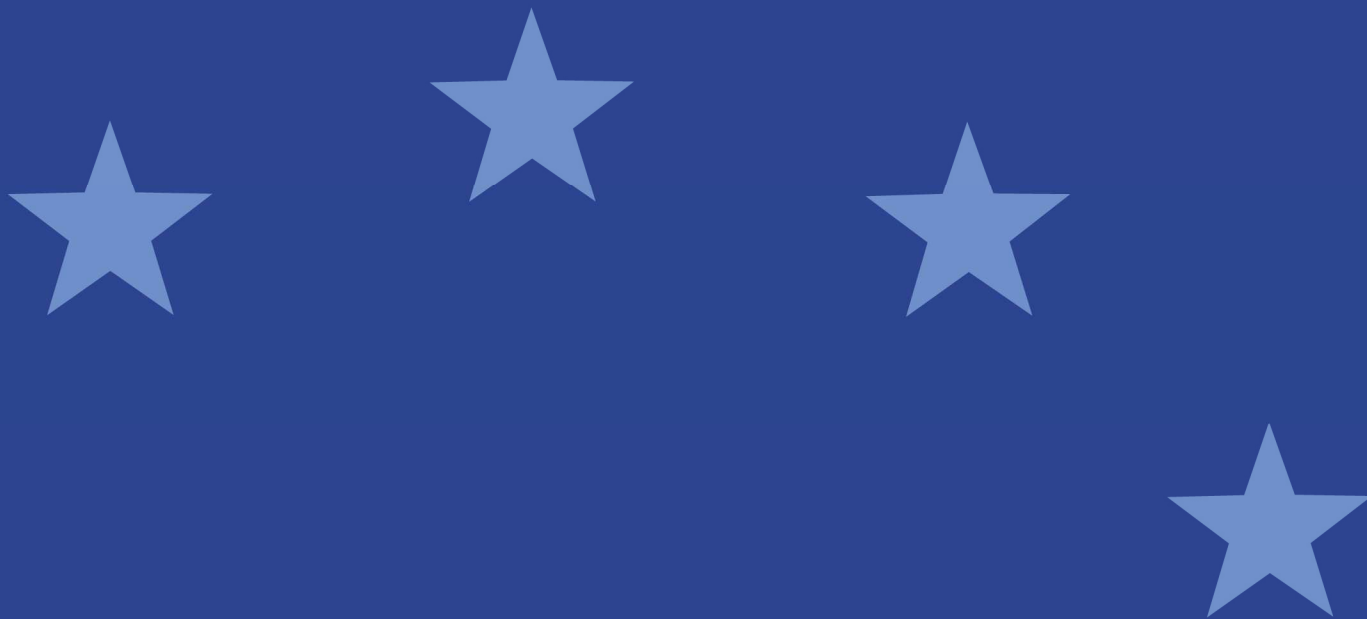




Table des matières

I.	Portée	3
II.	Définitions	3
III.	Objectif	4
IV.	Obligations de conformité et de déclaration	4
V.	Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MIF	5
V.I	Informations fournies aux clients sur l'évaluation de l'adéquation	5
V.II	Dispositions nécessaires à la compréhension des clients et des investissements	6
V.III	Qualifications du personnel des entreprises d'investissement	7
V.IV	Etendue des informations devant être recueillies auprès des clients (proportionnalité)	7
V.V	Fiabilité des informations relatives aux clients	10
V.VI	Mise à jour des informations sur les clients	12
V.VII	Informations relatives aux clients pour les groupes ou les personnes morales	12
V.VIII	Dispositions nécessaires pour garantir l'adéquation d'un investissement	14
V.IX	Enregistrements et archivage	15

I. Portée

Qui?

1. Les présentes orientations s'appliquent aux entreprises d'investissement (au sens de l'article 4, paragraphe 1, alinéa 1), de la directive MIF), y compris les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissement, aux sociétés de gestion d'OPCVM¹ et aux autorités compétentes.

Quoi?

2. Les présentes orientations s'appliquent à la fourniture des services d'investissement suivants, visés à la section A de l'annexe I de la directive concernant les marchés d'instruments financiers (directive MIF) :
 - a) le conseil en investissement ;
 - b) la gestion de portefeuille.
3. Bien que les présentes orientations concernent principalement la fourniture de services à des clients de détail, elles devraient aussi être considérées comme applicables, le cas échéant, aux services fournis à des clients professionnels (l'article 19, paragraphe 4, de la directive MIF n'opère pas de distinction entre les clients professionnels et de détail).

Quand?

4. Les présentes orientations s'appliquent à compter de 60 jours calendaires après la date d'exigibilité des déclarations visée au paragraphe 11.

II. Définitions

5. Sauf indication contraire, les termes employés dans la directive concernant les marchés d'instruments financiers et dans la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF revêtent la même signification dans les présentes orientations. En outre, les définitions suivantes s'appliquent :

Directive concernant les marchés d'instruments financiers (directive MIF)

Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE et ses versions ultérieures.

Directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement

¹Les présentes orientations ne s'appliquent aux sociétés de gestion d'OPCVM que lorsqu'elles fournissent des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille (au sens de l'article 6, paragraphe 3, points a) et b), de la directive OPCVM).

et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

6. Les orientations n'ont toutefois pas valeur d'obligation absolue. C'est pourquoi le verbe «devoir» y est souvent employé au conditionnel. Le mode indicatif est cependant utilisé pour évoquer les exigences de la directive MIF.

III. Objectif

7. Les présentes orientations ont pour objectif de clarifier l'application de certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MIF, afin de garantir une application commune, uniforme et cohérente de l'article 19, paragraphe 4, de la directive MIF et des articles 35 et 37 de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF.
8. L'AEMF s'attend à ce que les présentes orientations favorisent une plus grande convergence dans l'interprétation et la surveillance des exigences d'adéquation de la directive MIF, en mettant l'accent sur un certain nombre de questions clés et en renforçant ainsi la valeur des normes en vigueur. En favorisant le respect des normes réglementaires par les entreprises, l'AEMF vise à renforcer en conséquence la protection des investisseurs.

IV. Obligations de conformité et de déclaration

Valeur des orientations

9. Le présent document contient des orientations formulées en vertu de l'article 16 du règlement instituant l'AEMF². Conformément aux dispositions de l'article 16, paragraphe 3, du règlement instituant l'AEMF, les autorités compétentes et les acteurs des marchés financiers doivent mettre tout en œuvre pour respecter ces orientations et recommandations.
10. Les autorités compétentes auxquelles les orientations s'appliquent devraient s'y conformer en les intégrant à leurs pratiques de surveillance, y compris lorsque certaines orientations données visent en premier lieu les participants des marchés financiers.

Exigences de déclaration

11. Les autorités compétentes auxquelles les présentes orientations s'appliquent doivent notifier à l'AEMF si elles respectent les orientations ou si elles ont l'intention de le faire, en indiquant les motifs justifiant toute éventuelle non-conformité. Les autorités compétentes doivent en notifier l'AEMF dans un délai de deux mois à compter de la publication des traductions par l'AEMF, à l'adresse «suitability.387@esma.europa.eu». À défaut d'une réponse à l'échéance de ce délai, il sera considéré que les autorités compétentes ne se conforment pas aux règles. Un modèle de notification est disponible sur le site Internet de l'AEMF.
12. Les participants des marchés ne sont pas tenu de notifier s'ils se conforment ou non aux présentes orientations.

² Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission

V. Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MIF

V.I Informations fournies aux clients sur l'évaluation de l'adéquation

Législation applicable: article 19, paragraphes 1 et 3, de la directive MIF

Orientation générale n° 1

13. Les entreprises d'investissement devraient informer leurs clients, de manière claire et simple, que l'évaluation de l'adéquation a pour objectif de permettre à l'entreprise d'agir au mieux de leurs intérêts. À aucun moment, les entreprises d'investissement ne devraient susciter de doute ou d'ambiguïté sur leurs propres responsabilités dans le cadre de ce processus.

Orientations complémentaires

14. Les informations relatives aux services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille devraient inclure des éléments sur l'évaluation de l'adéquation. L'«évaluation de l'adéquation» devrait s'entendre au sens de l'intégralité du processus de collecte d'informations sur un client et d'analyse consécutive de l'adéquation d'un instrument financier donné à ce client.
15. Par souci de clarté, il convient de rappeler aux entreprises que l'évaluation de l'adéquation ne se limite pas aux recommandations d'achat d'un instrument financier. Toute recommandation doit être adéquate, qu'il s'agisse, par exemple, d'un conseil d'achat, de conservation ou de vente³. Les informations relatives à l'évaluation de l'adéquation devraient aider les clients à comprendre l'objectif des exigences et les encourager à fournir des informations précises et suffisantes concernant leurs connaissances, leur expérience, leur situation financière et leurs objectifs d'investissement. Les entreprises d'investissement devraient souligner auprès de leurs clients qu'il est important qu'elles recueillent des informations complètes et précises, afin de pouvoir leur recommander des produits ou des services adéquats. Il appartient aux entreprises de décider la manière dont elles informent leurs clients de l'évaluation de l'adéquation et ces informations peuvent être fournies sous une forme normalisée. Le format utilisé devrait cependant permettre une vérification *a posteriori* pour s'assurer de la fourniture effective des informations.
16. Les entreprises d'investissement devraient prendre des mesures pour s'assurer que le client comprend la notion de risque d'investissement ainsi que la relation entre le risque et le rendement des investissements. Pour permettre au client de comprendre le risque d'investissement, les entreprises devraient envisager le recours à des exemples indicatifs et compréhensibles pour illustrer les niveaux de pertes susceptibles de se matérialiser en fonction du degré de risque, et elles devraient évaluer la réaction du client à chaque scénario. Le client devrait être informé que les exemples qui lui sont proposés, et l'analyse de ses réactions à ceux-ci, ont pour objectif d'aider l'entreprise à déterminer son attitude par rapport au risque (profil de risque) et, sur cette base, les types d'instruments financiers (et de risques sous-jacents) adéquats.
17. L'évaluation de l'adéquation relève de la responsabilité de l'entreprise d'investissement. Les entreprises devraient éviter d'affirmer ou de donner l'impression que c'est le client qui décide du carac-

³ Voir la partie IV de CERVM, *Question & Réponses, Comprendre la définition de la notion de conseil aux termes de la Directive MIF*, 19 avril 2010, c/10-293.

tère adéquat d'un investissement ou qui détermine quel instrument financier convient à son profil de risque. Par exemple, les entreprises devraient éviter d'indiquer au client qu'un instrument financier donné est bien celui qu'il a choisi comme étant adéquat ou de demander au client de confirmer qu'un instrument ou un service est bien adéquat.

V.II Dispositions nécessaires à la compréhension des clients et des investissements

Législation applicable : articles 13, paragraphe 2, et 19, paragraphe 4, de la directive MIF et articles 35, paragraphe 1, et 37 de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

Orientation générale n° 2

18. Les entreprises d'investissement doivent appliquer des politiques et des procédures appropriées, leur permettant de comprendre les éléments essentiels relatifs à leurs clients ainsi que les caractéristiques des instruments financiers accessibles auxdits clients⁴.

Orientations complémentaires

19. Les entreprises d'investissement doivent établir, appliquer et maintenir toutes les politiques et procédures (y compris les outils appropriés) nécessaires pour leur permettre de comprendre ces éléments et caractéristiques essentiels⁵.
20. Les entreprises doivent appliquer des politiques et des procédures leur permettant de recueillir et d'évaluer l'ensemble des informations nécessaires pour procéder à une évaluation de l'adéquation pour chaque client. Par exemple, les entreprises pourraient utiliser des questionnaires complétés par leurs clients ou lors d'un entretien avec eux.
21. Les informations requises pour procéder à une évaluation de l'adéquation comprennent différents éléments susceptibles d'avoir une incidence, par exemple, sur la situation financière du client ou ses objectifs d'investissement.
22. Voici quelques exemples de ce type d'éléments relatifs à un client:
 - a) la situation matrimoniale (notamment la capacité juridique du client à engager des actifs susceptibles d'appartenir également à son ou sa partenaire) ;
 - b) la situation familiale (les évolutions de la situation familiale d'un client peuvent avoir une incidence sur sa situation financière, par exemple la naissance d'un nouvel enfant ou le fait d'avoir un enfant en âge d'entamer des études universitaires) ;
 - c) la situation professionnelle (le fait qu'un client perde son emploi ou prenne bientôt sa retraite peut avoir une incidence sur sa situation financière ou ses objectifs d'investissement) ;

⁴ Des dossiers adéquats concernant l'évaluation de l'adéquation devraient également être conservés, comme l'expose l'orientation n° 9.

⁵ Article 13, paragraphe 2, de la directive MIF

d) les besoins de liquidités pour certains investissements particuliers.

23. L'âge du client, en particulier, constitue généralement une information importante, dont les entreprises devraient tenir compte lorsqu'elles évaluent l'adéquation d'un investissement. Lorsqu'elles déterminent quelles sont les informations nécessaires, les entreprises devraient garder à l'esprit l'incidence que toute modification concernant ces informations pourrait avoir sur l'évaluation de l'adéquation.
24. Les entreprises d'investissement devraient également connaître les produits qu'elles offrent. Ainsi, les entreprises devraient appliquer des politiques et des procédures visant à s'assurer qu'elles ne recommandent des investissements, ou n'effectuent des investissements pour le compte de leurs clients, que si elles comprennent les caractéristiques du produit ou de l'instrument financier concerné.

V.III Qualifications du personnel des entreprises d'investissement

Législation applicable: article 5, paragraphe 1, point d), de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

Orientation générale n° 3

25. Les entreprises d'investissement doivent s'assurer que le personnel associé aux aspects essentiels de la procédure d'adéquation dispose d'un niveau approprié de connaissances et d'expertise⁶.

Orientations complémentaires

26. Les membres du personnel doivent comprendre le rôle qu'ils jouent dans la procédure d'évaluation de l'adéquation et disposer des qualifications, des connaissances et de l'expertise requises, y compris une connaissance suffisante des procédures et des exigences réglementaires applicables, pour s'acquitter de leurs responsabilités.
27. Les membres du personnel doivent disposer des compétences requises pour être en mesure d'évaluer les besoins et la situation du client. Ils doivent aussi posséder une expertise suffisante des marchés financiers pour comprendre les instruments financiers devant être recommandés (ou achetés pour le compte du client) et déterminer si les caractéristiques de l'instrument correspondent aux besoins et à la situation du client.
28. L'AEMF note que certains États membres exigent une certification, ou des dispositifs équivalents, pour le personnel fournissant des conseils en investissement et/ou des services de gestion de portefeuille, afin de garantir que le personnel associé aux aspects essentiels de la procédure d'adéquation dispose d'un niveau approprié de connaissances et d'expertise.

V.IV Etendue des informations devant être recueillies auprès des clients (proportionnalité)

⁶ En vertu des dispositions de l'article 5, paragraphe 1, point d), de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF, les entreprises d'investissement doivent employer un personnel disposant des qualifications, des connaissances et de l'expertise requises pour exercer les responsabilités qui lui sont confiées.

Législation applicable: article 19, paragraphe 4, de la directive MIF et articles 35 et 37 de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

Orientation générale n° 4

29. Les entreprises d'investissement devraient déterminer l'étendue des informations devant être recueillies auprès des clients en fonction des caractéristiques des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille devant être fournis auxdits clients.

Orientations complémentaires

30. Avant de fournir des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille, les entreprises doivent toujours recueillir les «informations nécessaires» concernant les connaissances, l'expérience, la situation financière et les objectifs d'investissement du client.
31. L'étendue des informations recueillies est variable. Lorsqu'elles déterminent quelles sont les informations «nécessaires» et pertinentes, les entreprises d'investissement devraient prendre en considération les éléments suivants, au regard des connaissances, de l'expérience, de la situation financière et des objectifs d'investissement d'un client :
 - a) le type de transaction ou d'instrument financier que l'entreprise est susceptible de recommander ou d'engager (y compris le degré de complexité et le niveau de risque) ;
 - b) la nature et l'étendue du service que l'entreprise est susceptible de fournir ;
 - c) la nature, les besoins et la situation du client.
32. Si l'étendue des informations devant être recueillies peut varier, la norme permettant de garantir qu'une recommandation ou un investissement réalisé pour le compte du client sont adéquats à un client restera toujours la même. Le principe de proportionnalité de la directive MIF autorise les entreprises à recueillir un niveau d'information proportionné aux produits et aux services qu'elles offrent ou sur lesquels le client sollicite des services spécifiques de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille. En revanche, il ne permet pas aux entreprises d'abaisser le niveau de protection dû aux clients.
33. Par exemple, lorsqu'elles donnent un accès à des instruments financiers complexes⁷ ou risqués⁸, les entreprises d'investissement devraient vérifier soigneusement si elles ont besoin de recueillir des informations plus détaillées sur le client concerné qu'elles ne le feraient pour des instruments moins complexes ou moins risqués. De cette manière, que les entreprises peuvent s'assurer de la capacité du client à comprendre et à assumer financièrement les risques associés auxdits instruments⁹.

⁷ Au sens de la directive MIF.

⁸ Il revient à chaque entreprise d'investissement de définir *a priori* le niveau de risque de l'instrument financier inclus dans son offre aux investisseurs, en tenant compte, le cas échéant, des éventuelles orientations émises par les autorités de supervision compétentes.

⁹ Dans tous les cas de figure, pour s'assurer que les clients comprennent le risque d'investissement et les éventuelles pertes qu'ils pourraient subir, l'entreprise devrait présenter ces risques, dans la mesure du possible, de manière claire et compréhensible, en utilisant éventuellement des exemples pour illustrer l'étendue des pertes en cas de mauvaise performance d'un investissement. L'aptitude d'un client à accepter des pertes peut être plus facilement évaluée en mesurant sa capacité à assumer des pertes. Voir également le paragraphe 16.

34. Pour les instruments financiers illiquides¹⁰, les «informations nécessaires» devant être recueillies incluent évidemment la durée pendant laquelle le client est prêt à conserver son placement. Des informations concernant la situation financière du client devant toujours être recueillies, l'étendue de ces informations peut dépendre du type d'instruments financiers devant être recommandés ou contractés. Par exemple, pour des instruments financiers illiquides ou risqués, les «informations nécessaires» devant être recueillies peuvent inclure l'ensemble des éléments suivants, afin de s'assurer que la situation financière du client lui permette d'investir ou d'être investi dans de tels instruments :
- a) l'étendue des revenus réguliers et des revenus totaux du client, leur caractère permanent ou temporaire, ainsi que leur origine (revenus du travail, retraite, revenus d'investissement, rendements locatifs, etc.) ;
 - b) les actifs du client, y compris les actifs liquides, les investissements et les biens immobiliers, ce qui comprend les éventuels investissements financiers, les biens immobiliers personnels et de rapport, les fonds de pension et tous les dépôts en espèces détenus par le client. L'entreprise devrait également recueillir, le cas échéant, des informations sur les conditions, les échéances, l'accessibilité, les prêts, les garanties et les autres restrictions grevant éventuellement les actifs susmentionnés ;
 - c) les engagements financiers réguliers du client, y compris les engagements financiers que le client a contractés ou qu'il envisage de contracter (passif, endettement total, autres engagements périodiques, etc.).
35. Lorsqu'elles déterminent les informations devant être recueillies, les entreprises d'investissement devraient également prendre en considération la nature du service devant être fourni. Dans la pratique, cela signifie que:
- a) lorsque des services de conseil en investissement doivent être fournis, les entreprises devraient recueillir des informations suffisantes pour être en mesure d'évaluer la capacité du client à comprendre les risques et la nature de chacun des instruments financiers que l'entreprise envisage de lui recommander ;
 - b) lorsque des services de gestion de portefeuille doivent être fournis, étant donné que les décisions d'investissement doivent être prises par l'entreprise pour le compte du client, les connaissances et l'expérience dont le client doit disposer concernant les instruments financiers susceptibles de composer le portefeuille peuvent être moins substantielles que lorsque ce sont des services de conseil en investissement qui doivent être fournis au client. Néanmoins, même dans cette situation, le client devrait au moins comprendre les risques globaux associés au portefeuille et posséder une compréhension générale des risques liés à chaque type d'instrument financier susceptible d'être inclus dans le portefeuille. Les entreprises devraient acquérir une compréhension et une connaissance très claires du profil d'investissement du client.

¹⁰ Il revient à chaque entreprise d'investissement de définir *a priori* quels sont les instruments financiers inclus dans son offre aux investisseurs qu'elle considère comme illiquides, en tenant compte, le cas échéant, des éventuelles orientations émises par les autorités de supervision compétentes.

36. De même, l'étendue du service demandé par le client peut également avoir une incidence sur le degré de détail des informations recueillies sur son compte. Par exemple, les entreprises devraient recueillir davantage d'informations sur les clients qui sollicitent des conseils en investissement couvrant l'intégralité de leur portefeuille financier que sur ceux qui sollicitent des conseils spécifiques sur les modalités d'investissement d'une somme d'argent ne représentant qu'une faible part de leur portefeuille global.
37. Une entreprise d'investissement devrait également tenir compte de la nature du client lorsqu'elle détermine les informations devant être recueillies. Par exemple, il est généralement nécessaire de recueillir des informations plus détaillées pour des clients âgés et potentiellement plus vulnérables qui sollicitent des services de conseil en investissement pour la première fois. Par ailleurs, lorsqu'une entreprise fournit des conseils en investissement ou des services de gestion de portefeuille à un client professionnel (qui a été correctement classé comme tel), elle est généralement autorisée à présumer que le client dispose du niveau requis d'expérience et de connaissances et qu'elle n'est donc pas tenue de recueillir des informations sur ces points.
38. De même, lorsque les services d'investissement consistent en la fourniture de conseils en investissement ou de services de gestion de portefeuille à un client «considéré *par nature* comme professionnel»¹¹, l'entreprise est autorisée à présumer que, en cohérence avec les objectifs d'investissement du client, ce client est financièrement en mesure de faire face à tout risque relatif à ses investissements et qu'elle n'est donc généralement pas tenue de recueillir des informations sur la situation financière du client. Ces informations devraient toutefois être recueillies lorsque les objectifs d'investissement du client l'exigent. Par exemple, lorsque le client cherche à couvrir un risque, l'entreprise doit disposer d'informations détaillées sur ce risque pour être en mesure de proposer un instrument de couverture efficace.
39. Les informations devant être recueillies dépendent également des besoins et de la situation du client. Par exemple, une entreprise aura probablement besoin d'informations plus détaillées sur la situation financière d'un client quand les objectifs d'investissement de ce dernier sont multiples ou s'inscrivent sur le long terme, que lorsqu'un client recherche un investissement sûr à court terme.
40. Si une entreprise d'investissement n'obtient pas suffisamment d'informations¹² pour fournir un service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille adéquat pour le client, elle ne doit pas fournir ce service au client¹³.

V.V Fiabilité des informations relatives aux clients

Législation applicable: article 19, paragraphe 4, de la directive MIF et articles 35 et 37 de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

Orientation générale n° 5

41. Les entreprises d'investissement devraient prendre des mesures raisonnables pour s'assurer que les informations recueillies sur les clients sont fiables. Les entreprises devraient notamment :

¹¹ Au sens de la section I de l'annexe II de la directive MIF («Catégories de clients considérés comme professionnels»).

¹² L'expression «suffisamment d'informations» désigne ici les informations que les entreprises doivent recueillir pour se mettre en conformité avec les exigences d'adéquation requises par la directive MIF.

¹³ Article 35, paragraphe 5, de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

- a) ne pas se fier indûment à l'auto-évaluation par les clients de leurs propres connaissances, de leur expérience et de leur situation financière ;
- b) s'assurer que l'ensemble des outils utilisés dans le cadre de la procédure d'évaluation de l'adéquation ont été conçus de manière appropriée (par exemple que les questions ne soient pas formulées de manière à orienter le client vers un type d'investissement donné) ;
- c) adopter des mesures pour garantir la cohérence des informations relatives aux clients.

Orientations complémentaires

- 42. Il est attendu des clients que les informations nécessaires pour l'évaluation de l'adéquation qu'ils fournissent soient exactes, à jour et complètes. Néanmoins, les entreprises d'investissement doivent prendre des mesures raisonnables pour vérifier la fiabilité des informations recueillies sur leurs clients. Il relève de la responsabilité des entreprises de s'assurer qu'elles disposent des informations requises pour procéder à une évaluation de l'adéquation. Par exemple, les entreprises devraient examiner la présence d'éventuelles imprécisions flagrantes dans les informations fournies par leurs clients. Elles doivent s'assurer que les questions qu'elles posent à leurs clients seront vraisemblablement bien comprises et que toute autre méthode utilisée pour recueillir des informations soit conçue de telle manière à obtenir les informations requises pour une évaluation de l'adéquation.
- 43. Les auto-évaluations devraient être complétées par des critères objectifs. Par exemple :
 - a) au lieu de demander au client s'il estime disposer de suffisamment d'expérience pour investir dans certains instruments, l'entreprise pourrait lui demander quels sont les instruments qui lui sont familiers ;
 - b) au lieu de demander au client s'il estime disposer de suffisamment de fonds pour investir, l'entreprise pourrait lui demander des renseignements factuels sur sa situation financière ;
 - c) au lieu de demander au client s'il se sent à l'aise pour prendre un risque donné, l'entreprise pourrait s'enquérir du niveau de pertes sur une période donnée que le client serait prêt à accepter, soit sur un placement individuel, soit sur le portefeuille global.
- 44. Lorsque les entreprises d'investissement s'appuient sur des outils devant être utilisés par les clients dans le cadre de la procédure d'adéquation (par exemple, des questionnaires en ligne ou des logiciels permettant d'établir le profil de risque), elles devraient s'assurer qu'elles disposent de systèmes et de mécanismes de contrôle appropriés pour garantir que ces outils soient adaptés aux objectifs et produisent des résultats satisfaisants. Par exemple, les logiciels permettant d'établir le profil de risque pourraient inclure des mécanismes de contrôle de la cohérence des réponses fournies par les clients permettant de relever les contradictions dans les différentes informations recueillies.
- 45. Les entreprises devraient également prendre des mesures raisonnables pour atténuer les risques potentiels associés à l'utilisation de ces outils. Par exemple, des risques sont susceptibles d'émerger lorsque les clients modifient leurs réponses (soit de leur propre initiative, soit parce qu'ils y sont encouragés par le personnel au contact de la clientèle) afin de pouvoir accéder à des instruments financiers qui ne leur conviennent peut-être pas.

46. Afin de garantir la cohérence des informations relatives aux clients, les entreprises d'investissement devraient envisager les informations recueillies dans leur globalité. Les entreprises devraient être vigilantes vis-à-vis de toute contradiction dans les différentes informations recueillies et contacter le client pour éclaircir toute incohérence ou imprécision substantielle. Par exemple, un client disposant de peu de connaissances ou d'expérience, mais qui présente une attitude agressive par rapport au risque, et un client qui affiche un profil de risque prudent malgré des objectifs d'investissement ambitieux sont des exemples révélateurs d'informations contradictoires.

V.VI Mise à jour des informations sur les clients

Législation applicable: article 37, paragraphe 3, de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

Orientation générale n° 6

47. Lorsqu'une entreprise d'investissement entretient une relation régulière avec un client, elle devrait mettre en place des procédures appropriées pour maintenir le caractère adéquat et actualisé des informations relatives à ce client.

Orientations complémentaires

48. Lorsqu'elles fournissent des conseils en investissement ou des services de gestion de portefeuille de manière régulière, les entreprises d'investissement doivent maintenir le caractère adéquat et actualisé des informations sur le client concerné afin d'être en mesure de procéder à l'évaluation requise de l'adéquation. Les entreprises doivent donc adopter des procédures pour déterminer:
- a) la partie des informations recueillies qui doit être mise à jour et la fréquence de cette actualisation;
 - b) les modalités de cette mise à jour et les mesures qui devraient être prises par l'entreprise lors de la réception d'informations complémentaires ou actualisées, ou lorsque le client ne fournit pas les informations sollicitées.
49. La fréquence peut être variable et dépendre, par exemple, des profils de risque des clients: en fonction des informations recueillies sur un client dans le cadre des exigences d'adéquation, les entreprises établissent souvent un profil de risque d'investissement pour ce client, pour déterminer quels sont les services d'investissement ou les instruments financiers qui peuvent normalement lui convenir compte tenu de ses connaissances, de son expérience, de sa situation financière et de ses objectifs d'investissement. Un profil de risque élevé nécessite généralement une mise à jour plus fréquente qu'un profil plus prudent. Certains événements pourraient également déclencher une procédure d'actualisation, par exemple lorsqu'un client atteint l'âge de la retraite.
50. La mise à jour pourrait être effectuée à l'occasion, par exemple, d'entretiens périodiques avec le client ou en lui envoyant un questionnaire d'actualisation. Les mesures susceptibles d'être instaurées incluent notamment la modification du profil du client en fonction des informations actualisées recueillies.

V.VII Informations relatives aux clients pour les groupes ou les personnes morales

Législation applicable: article 4, paragraphes 1 et 10, et article 19, paragraphe 4, de la directive MIF

Orientations générales n° 7

51. Lorsqu'un client est une personne morale ou un groupe de minimum deux personnes physiques, ou lorsqu'une ou plusieurs personnes physiques sont représentées par une autre personne physique, pour identifier la personne qui doit être soumise à l'évaluation de l'adéquation, l'entreprise d'investissement devrait se fonder en premier lieu sur le cadre juridique applicable.
52. Si le cadre juridique ne fournit pas suffisamment d'indications à cet égard, et notamment si aucun représentant unique n'a été désigné (comme cela peut être le cas pour un couple marié), l'entreprise d'investissement devrait convenir avec les personnes concernées (les représentants de la personne morale, les personnes appartenant au groupe ou les personnes physiques représentées), sur la base d'une politique que l'entreprise aura établie au préalable, de l'identité des personnes devant être soumises à l'évaluation de l'adéquation et des modalités pratiques de cette évaluation, y compris de l'identité des personnes auprès desquelles les informations concernant les connaissances, l'expérience, la situation financière et les objectifs d'investissement devraient être recueillies. L'entreprise d'investissement devrait conserver une trace de cet accord.

Orientations complémentaires

53. L'annexe II de la directive MIF précise que l'évaluation «de la compétence, de l'expérience et des connaissances» requises pour les petites entreprises qui souhaitent être considérées comme des clients professionnels devrait «porter sur la personne autorisée à effectuer des transactions au nom de celle-ci». Par analogie, cette approche devrait s'appliquer à l'évaluation de l'adéquation dans les cas où une personne physique est représentée par une autre personne physique et lorsque l'évaluation porte sur une petite entreprise. Dans ces situations, la situation financière et les objectifs d'investissement devraient être ceux du client final (la personne physique qui est représentée ou la petite entreprise), tandis que l'expérience et les connaissances devraient être celles du représentant de la personne physique ou de la personne habilitée à effectuer des transactions au nom de l'entreprise.
54. Les entreprises devraient fixer une politique pour déterminer l'identité de la personne devant être soumise à l'évaluation de l'adéquation dans le cadre d'une relation avec une personne morale ou un groupe de minimum deux personnes physiques, ou lorsqu'une ou plusieurs personnes physiques sont représentées par une autre personne physique. La politique de l'entreprise devrait servir au mieux les intérêts des personnes concernées et tenir compte de leurs besoins de protection.
55. En l'absence d'accord et lorsque les personnes appartenant à un groupe présentent des situations financières différentes, l'entreprise devrait évaluer la personne la plus indiquée à cet effet (c'est-à-dire la personne présentant la situation financière la plus fragile). Le même raisonnement s'applique aux objectifs d'investissement (c'est-à-dire la personne affichant les objectifs les plus conservateurs) ou à l'expérience et aux connaissances (c'est-à-dire la personne habilitée à effectuer des transactions qui dispose du plus faible niveau d'expérience et de connaissances).
56. Lorsque deux personnes ou plus sont habilitées à effectuer des transactions pour le compte du groupe dans son ensemble (comme cela peut être le cas pour un compte joint), le profil client tel qu'établi par l'entreprise devrait refléter la capacité des différentes personnes concernées à prendre

des décisions d'investissement, ainsi que l'incidence potentielle de ces décisions sur leur situation financière individuelle et leurs objectifs d'investissement.

V.VIII Dispositions nécessaires pour garantir l'adéquation d'un investissement

Législation applicable: article 13, paragraphe 2, de la directive MIF et article 5 de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

Orientation générale n° 8

57. Afin de garantir l'adéquation des investissements à chaque client, les entreprises d'investissement devraient mettre en place des politiques et procédures leur permettant de s'assurer qu'elles tiennent dûment compte:
- a) de l'ensemble des informations disponibles sur le client et qui sont susceptibles d'être utiles pour évaluer l'adéquation d'un investissement, y compris le portefeuille d'investissement actuel du client (et l'allocation des actifs au sein de ce portefeuille) ;
 - b) l'ensemble des caractéristiques essentielles des investissements envisagés dans le cadre de l'évaluation de l'adéquation, y compris tous les risques pertinents et tout coût direct ou indirect à la charge du client¹⁴.

Orientations complémentaires

58. Les entreprises d'investissement qui fondent leur procédure d'évaluation de l'adéquation sur des outils (comme des modèles de portefeuilles, des logiciels de répartition des actifs ou un outil permettant d'établir le profil de risque des investissements potentiels) devraient disposer de systèmes et de mécanismes de contrôle appropriés pour garantir que ces outils soient adaptés aux objectifs et produisent des résultats satisfaisants.
59. À cet égard, les outils doivent être conçus de manière à tenir compte de l'ensemble des caractéristiques pertinentes pour chaque client ou instrument financier. Par exemple, les outils qui établissent des catégories larges de clients ou d'instruments financiers ne sont pas adaptés aux objectifs.
60. Une entreprise devrait mettre en place des politiques et procédures lui permettant notamment de s'assurer que :
- a) les services de conseil et de gestion de portefeuille fournis aux clients tiennent compte d'un degré approprié de diversification du risque ;
 - b) le client possède une bonne compréhension de la relation entre le risque et le rendement, c'est-à-dire de la rémunération forcément faible des actifs sans risque, des conséquences de l'horizon temporel sur cette relation et de l'incidence des coûts sur ses investissements ;
 - c) la situation financière du client lui permet de financer les investissements et de faire face à toute perte potentielle liée à ses investissements ;

¹⁴ Voir l'article 33 de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF sur l'obligation d'informer les clients sur les coûts.

- d) toutes les recommandations personnelles et toutes les transactions effectuées dans le cadre d'un service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille et associant un produit illiquide tiennent compte de la durée pendant laquelle le client est prêt à conserver le placement;
- e) aucun conflit d'intérêts ne nuira à la qualité de l'évaluation de l'adéquation.

V.IX Enregistrements et archivage

Législation applicable: article 13, paragraphe 6, de la directive MIF et articles 5, paragraphe 1, point f), et 51 de la directive portant mesures d'exécution de la directive MIF

Orientation générale n° 9

61. Les entreprises d'investissement devraient au moins :

- a) maintenir des dispositifs adéquats d'enregistrement et d'archivage afin d'assurer une conservation ordonnée et transparente des données relatifs à l'évaluation de l'adéquation, y compris sur l'ensemble des conseils en investissement fournis et des investissements (et désinvestissements) effectués ;
- b) s'assurer que les dispositifs d'enregistrement des données sont conçus de manière à permettre la détection de failles dans l'évaluation de l'adéquation (par exemple des ventes inadaptées) ;
- c) s'assurer que les données conservées sont accessibles aux personnes intéressées au sein de l'entreprise et aux autorités compétentes ;
- d) disposer de procédures adéquates pour atténuer toute défaillance ou limitation des dispositifs d'enregistrement des données.

Orientations complémentaires

- 62. Les dispositifs d'enregistrement des données adoptés par les entreprises d'investissement doivent être conçus de manière à leur permettre de retrouver *a posteriori* les raisons qui ont motivé un investissement. Ce point pourrait s'avérer important en cas de litige entre un client et l'entreprise. Il l'est également à des fins de vérification: ainsi, toute lacune dans l'enregistrement des données pourrait nuire à l'évaluation par les autorités compétentes de la qualité de la procédure d'évaluation de l'adéquation d'une entreprise et pourrait fragiliser la capacité des informations de gestion à révéler un risque de vente inadaptée.
- 63. Dès lors, une entreprise d'investissement doit conserver toutes les informations pertinentes concernant l'évaluation de l'adéquation, par exemple les informations sur le client (y compris les modalités d'utilisation et d'interprétation de ces informations pour établir le profil de risque du client) et les informations concernant les instruments financiers recommandés au client ou achetés pour son compte. Ces données devraient inclure :
 - a) toute modification apportée par l'entreprise à l'évaluation de l'adéquation, en particulier toute évolution du profil de risque d'investissement du client ;

- b) les types d'instruments financiers correspondant à ce profil et les justifications de l'évaluation, ainsi que toutes les modifications apportées et les raisons qui les ont motivées.