



**Best execution
Obligation de meilleure exécution
Constatations à l'issue des inspections**

28 novembre 2017

Table des matières

1	Introduction.....	3
2	Périmètre des inspections.....	4
3	Approche de la FSMA.....	4
4	Approche de contrôle.....	5
5	Mesures prises au terme des inspections.....	6
6	Les constatations de la FSMA concernant l'obligation de meilleure exécution.....	7
6.1	L'impact de la stratégie de meilleure exécution choisie sur le respect de l'obligation de meilleure exécution.....	8
6.2	La politique et les procédures relatives à l'obligation de meilleure exécution.....	10
6.3	Les instructions spécifiques de clients.....	15
6.4	Information des clients et consentements divers.....	18
6.5	Monitoring et revue de la politique et des procédures.....	22
6.6	Formation du personnel.....	24
7	Conclusions.....	25

1 Introduction

L'obligation de meilleure exécution des ordres (« best execution »), est une des règles de conduite auxquelles les entreprises réglementées¹ sont soumises suite à la transposition en droit belge de la directive MiFID².

La FSMA s'est vu confier la mission de contrôler le respect des règles de conduite. Dans ce cadre, le Corps Central d'Inspection de la FSMA a effectué des inspections portant spécifiquement sur la thématique de l'obligation de meilleure exécution afin d'obtenir une vue sectorielle de l'application des règles de conduite y afférentes, plus particulièrement en ce qui concerne les transactions en actions du Bel20.

L'objectif de ces inspections était double : d'une part, remettre à chaque entreprise réglementée inspectée un rapport individuel et confidentiel³ concernant les faiblesses identifiées et, d'autre part, établir à l'attention du secteur un rapport résumant les constats de manquements quant au respect de l'obligation de meilleure exécution. Tel est l'objet du présent rapport.

Compte tenu du degré actuel de convergence dans les approches de contrôle des différents Etats membres de l'UE, et de ce que certains aspects du dispositif légal applicable sont sujets à interprétations, la FSMA a opté pour une approche consistant à ne retenir comme faiblesses que les infractions à des dispositions univoques. Par ailleurs, il convient de souligner que des faiblesses constatées dans les politiques et procédures, si elles comportent un risque juridique, n'impliquent pas nécessairement que le client ait été lésé.

¹ Au sens de l'article 26 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après « **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002** »).

² 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 du Conseil (communément appelée la directive MiFID).

³ Eu égard au secret professionnel auquel est tenue la FSMA (article 74 de **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002**).

2 Périmètre des inspections

Dans le cadre de la mise en œuvre de l'obligation légale de meilleure exécution, les entreprises réglementées qui exécutent les ordres de leurs clients doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution de ces ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative à l'exécution des ordres.

Le respect de ces obligations implique, pour les entreprises réglementées, d'établir et de mettre en œuvre des dispositifs efficaces pour s'y conformer. Elles doivent notamment établir et mettre en œuvre une politique de meilleure exécution des ordres leur permettant d'obtenir, pour les ordres de leurs clients, le meilleur résultat possible conformément au paragraphe précédent. Le respect de ces dispositions par les entreprises réglementées a été analysé sur la base d'un programme de travail publié par la FSMA sur son site Internet.

Le périmètre des inspections couvrait le service d'investissement consistant en l'exécution d'ordres sur les actions du Bel20⁴ pour des clients de détail⁵. La FSMA s'est également appuyée sur des constats liés au service d'investissement qui consiste en la réception et la transmission d'ordres (ci-après « RTO »). Ceux-ci sont également repris dans le présent rapport.

Il convient par ailleurs de souligner que, dans le présent rapport, le terme de « meilleure exécution » est utilisé de manière générique et ce, autant dans une situation d'exécution d'ordres qu'en cas de RTO⁶.

3 Approche de la FSMA

Les inspections menées par la FSMA couvraient les aspects suivants :

- la politique et les procédures organisationnelles relatives à l'obligation de meilleure exécution telles qu'établies et mises en œuvre par l'entreprise réglementée ;
- les facteurs d'exécution et les lieux d'exécution retenus ainsi que les outils y relatifs ;
- les procédures organisationnelles mises en place pour les transactions comportant des instructions spécifiques de clients ;

⁴ Indice dans sa composition en vigueur au moment des inspections concernées.

⁵ Au sens de l'article 2, 29° de la **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002**.

⁶ En cas de RTO, l'exigence de meilleure exécution consiste en une exigence de « meilleure sélection » (voir point 6.1.1 du présent rapport).

- les procédures organisationnelles mises en place pour les transactions en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF⁷ (transactions dites « OTC⁸ ») ;
- la fourniture d'informations aux clients quant à la politique et aux procédures et l'obtention des divers consentements requis ;
- l'évaluation (revue) et le monitoring de la politique et des procédures de meilleure exécution.

La FSMA a également analysé les points suivants, dans la mesure où ils ont un impact sur le respect de l'obligation de meilleure exécution :

- la catégorisation de la clientèle ;
- les objectifs commerciaux et la rémunération ;
- la formation du personnel ;
- l'information aux clients lors de l'exécution de leurs ordres ;
- la conservation des données ;
- le traitement des ordres.

4 Approche de contrôle

Les inspections se sont déroulées, dans la pratique, en différentes étapes :

Première étape : l'analyse de la politique et des procédures liées à l'obligation de meilleure exécution

Cette phase a eu lieu principalement au siège central de l'entreprise réglementée et a consisté à analyser les éléments suivants :

- les informations demandées par la FSMA dans la lettre annonçant l'inspection et, notamment, la politique et les procédures liées à l'obligation de meilleure exécution de l'entreprise ;
- les contrôles concernant le respect de l'obligation de meilleure exécution qui ont été effectués au sein de l'entreprise.

Deuxième étape : les visites des salles de marché

Ces visites ont permis à la FSMA d'analyser l'environnement, spécifique à chaque entreprise réglementée, dans lequel sont traitées les demandes d'exécution d'ordres.

⁷ Multilateral Trading Facility.

⁸ Over The Counter.

En outre, celles-ci ont permis d'appréhender dans quelle mesure la politique et les procédures relatives à l'obligation de meilleure exécution sont connues des collaborateurs de la salle des marchés des entreprises réglementées et si elles sont effectivement appliquées par ces derniers. Pendant cette deuxième étape, la FSMA a également rencontré différents membres de la direction effective des entreprises réglementées responsables de l'exécution d'ordres et/ou de la RTO, ce qui a permis, entre autres, de pouvoir mieux apprécier l'importance donnée par l'entreprise réglementée aux règles de conduite relatives à l'obligation de meilleure exécution et à l'application de ces règles en pratique (« tone at the top »).

5 Mesures prises au terme des inspections

Lors de ces inspections, la FSMA a appliqué sa méthodologie de contrôle habituelle et établi des rapports qui ont abouti, le cas échéant, à l'adoption de mesures relevant d'une des catégories suivantes :

- une "injonction", soit une mesure par laquelle la FSMA enjoint à la gestion effective de l'entreprise réglementée, en application de l'article 36 et/ou 36bis de la **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002**, de prendre des actions correctrices dans un délai déterminé par la FSMA. Cette mesure résulte du constat d'une infraction aux règles de conduite et à toute réglementation qui y est liée ou d'une défaillance dans l'organisation de l'entreprise réglementée dans la mesure où cette organisation doit assurer le respect de ces règles ;
- une "recommandation", suite à l'identification d'une faiblesse dans la mise en œuvre des règles de conduite, de toute réglementation qui y est liée ou une faiblesse dans l'organisation de l'entreprise réglementée dans la mesure où cette organisation doit permettre d'assurer le respect de ces règles. Afin de remédier à celle-ci, la FSMA attend de l'entreprise réglementée qu'elle établisse un plan d'action détaillant les actions à entreprendre et désignant une personne responsable de la mise en œuvre de ce plan ;
- un "point d'attention", c'est-à-dire un élément sur lequel la FSMA entend attirer l'attention de la direction effective de l'entreprise réglementée sans pour autant demander à l'entreprise réglementée de mettre en place un plan d'action à court terme.

Les rapports d'inspection ont été remis à la direction effective des entreprises réglementées précitées. Une copie des rapports d'inspection de la FSMA a été transmise à la Banque Nationale de Belgique ainsi qu'au commissaire agréé des entreprises réglementées soumises au contrôle.

6 Les constatations de la FSMA concernant l'obligation de meilleure exécution

Lors de ses inspections, la FSMA a constaté que le niveau de mise en œuvre de la réglementation concernant l'obligation de meilleure exécution varie d'une entreprise réglementée à l'autre. Certains constats de manquements ont, par ailleurs, été dressés de manière récurrente.

La présentation résumée des constats par sous-thème est composée de deux parties qui concernent, d'une part, le cadre de référence applicable et, d'autre part, le détail des constatations dressées par la FSMA lors des inspections.

Le cadre légal qui a servi de base aux constats opérés par la FSMA en matière d'obligation de meilleure exécution se compose principalement des textes légaux et réglementaires suivants⁹ :

- l'article 27, § 1^{er} et l'article 28 de la **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002** ;
- les articles 24 à 26 de l'**AR Exécution MiFID 3 juin 2007**¹⁰.

Certains constats ont également été appuyés sur les documents suivants :

- **Q&A CESR/07-320 Best execution under MiFID May 2007**¹¹ ;
- **Considérants 66 à 68 Directive Exécution 2006/73/CE**¹² tels que repris dans le rapport au Roi précédant l'**AR Exécution MiFID 3 juin 2007**.

⁹ Pour rappel, la FSMA a publié sur son site internet des programmes de travail sur les différents thèmes des règles de conduite applicables aux entreprises réglementées. Ces programmes de travail précisent les bases légales applicables pour chaque thème et sous-thème.

¹⁰ L'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers (ci-après « **AR Exécution MiFID 3 juin 2007** »).

¹¹ Questions and Answers publiés par CESR en mai 2007 concernant Best Execution under MiFID.

¹² 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 et la définition de certains termes aux fins de ladite directive (ci-après « **Directive Exécution 2006/73/CE** »).

6.1 L'impact de la stratégie de meilleure exécution choisie sur le respect de l'obligation de meilleure exécution

6.1.1 Cadre de référence

Le choix de la stratégie d'exécution de l'entreprise réglementée relève de la responsabilité de sa direction effective. Une fois ce choix opéré, l'entreprise réglementée est tenue de respecter les obligations légales qui en découlent en termes d'organisation et de responsabilités.

La portée de l'obligation de meilleure exécution diffère en fonction de la stratégie d'exécution choisie et, plus précisément, du fait que l'entreprise réglementée exécute elle-même les ordres de ses clients ou bien qu'elle les réceptionne et les transmet à un tiers pour exécution (« RTO »). La plupart des entreprises réglementées sous revue ont opté pour une stratégie mixte : en fonction de l'instrument financier concerné et/ou des lieux d'exécution choisis, elles fournissent un des deux services d'investissement précités.

Ces deux stratégies peuvent être schématisées comme suit :

Exécution par elles-mêmes « <i>Best execution</i> »	Exécution via un tiers exécutant (RTO) « <i>Best selection</i> »
Politique de meilleure exécution des ordres	Politique de meilleure sélection des entités tierces exécutantes
Entreprise réglementée responsable pour l'exécution des ordres	Entreprise réglementée responsable pour la sélection des entités tierces exécutantes et le monitoring de ces entités
Pour l'ensemble ou une partie des lieux d'exécution concernés et des instruments financiers concernés.	Pour l'ensemble ou une partie des lieux d'exécution concernés et des instruments financiers concernés.
Définition des facteurs d'exécution et des lieux d'exécution.	Définition des facteurs d'exécution et sélection des entités tierces exécutantes en conséquence.
Relation exclusive avec le client.	Relation partagée avec les tiers exécutants pour les contacts avec le client.

Un recours à des tiers pour l'exécution d'ordres sur certains lieux d'exécution peut soit consister en l'externalisation de l'exécution d'ordres à ces tiers, soit en la transmission des ordres pour exécution à ces tiers (« RTO »).

La FSMA rappelle qu'en cas d'externalisation de l'exécution d'ordres, l'entreprise réglementée qui externalise demeure responsable du respect des règles de meilleure exécution.

La FSMA constate par ailleurs que certaines entreprises réglementées se dotent de connexions dites de « Direct Market Access » (DMA) ou de « Direct Electronic Access » (DEA). La FSMA souligne à ce sujet que l'entité qui offre des services de DMA ou DEA (le « DMA/DEA provider ») est, dans cette relation, l'entité qui exécute les ordres. L'entité qui utilise les services de DMA/DEA (le « DMA/DEA user ») est, quant à elle, considérée comme une entité qui fait de la RTO.

Tant dans les situations de RTO que d'externalisation des ordres, un contrat doit être établi entre les parties qui interviennent dans l'exécution des ordres des clients, lequel doit :

- 1) établir clairement le rôle de chaque partie au contrat, définir le service rendu et refléter correctement l'organisation des processus entre l'entreprise réglementée et la partie avec laquelle elle a choisi de traiter ;
- 2) établir les responsabilités de chaque partie à chaque niveau de la chaîne d'exécution prévue par ce contrat (p.e. : lors de l'exécution des ordres, en cas d'utilisation d'un « smart order routing system » ou d'un algorithme, lors de la conservation des données, lors de l'établissement des bordereaux, ...).

6.1.2 Constatations

Dans le cadre de l'analyse des stratégies d'exécution, la FSMA a constaté que certaines entreprises réglementées, qui déclarent exécuter elles-mêmes leurs transactions ne le font que pour certains lieux d'exécution ou certains instruments financiers. D'autres entreprises réglementées peinent à identifier leur propre stratégie et confondent l'exécution par une entité tierce exécutante suite à la réception des ordres de clients et à leur transmission pour exécution (« RTO ») avec l'exécution totalement externalisée à une entité tierce sous leur entière responsabilité (« externalisation »).

La FSMA estime que les politiques et procédures en matière de meilleure exécution doivent correctement refléter ces choix stratégiques et leurs implications, notamment en termes de responsabilités dans le cadre de l'exécution des ordres de leurs clients.

6.2 La politique et les procédures relatives à l'obligation de meilleure exécution

6.2.1 Cadre de référence

Les entreprises réglementées doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour les ordres de 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 (facteurs d'exécution).

Elles doivent établir et mettre en œuvre des dispositifs efficaces pour s'y conformer. Elles établissent et mettent en œuvre une politique de meilleure exécution des ordres leur permettant de l'obtenir.

L'importance relative des facteurs d'exécution ci-dessus est déterminée par référence aux critères ci-après :

- les caractéristiques du client (y compris sa catégorisation en client de détail ou professionnel) ;
- les caractéristiques de l'ordre concerné ;
- les caractéristiques des instruments financiers qui font l'objet de cet ordre ;
- les caractéristiques des lieux d'exécution vers lesquels cet ordre peut être acheminé.

L'importance relative donnée à ces facteurs ou le processus pour la déterminer doit être mentionné(e) dans la politique de meilleure exécution des entreprises réglementées. Cette politique doit également indiquer dans quelle mesure ces facteurs affectent le choix des lieux d'exécution repris dans la politique de meilleure exécution.

Lorsque les entreprises réglementées exécutent un ordre pour le compte d'un client de détail, le meilleur résultat possible est déterminé sur la base de la contrepartie totale, représentant le prix de l'instrument financier et les coûts liés à l'exécution, lesquels incluent toutes les dépenses encourues par le client qui sont directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de liquidation et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre.

Les entreprises réglementées peuvent prendre en considération la rapidité d'exécution, la probabilité d'exécution et de règlement, la taille et la nature de l'ordre ainsi que l'impact de marché et leur donner préférence sur le prix immédiat et les facteurs de coûts s'ils sont essentiels en vue de délivrer le meilleur résultat possible en termes de contrepartie totale pour le client de détail.

La politique de meilleure exécution des entreprises réglementées inclut également :

- la stratégie suivie par l'entreprise en vue de satisfaire à son obligation de meilleure exécution et les étapes essentielles pour y arriver ;
- pour chaque catégorie d'instruments, des informations sur les différents lieux sur lesquels elles exécutent les ordres de leurs clients et les facteurs influençant le choix du lieu d'exécution. La politique adoptée par l'entreprise concernée doit à tout le moins inclure les lieux d'exécution qui permettent aux entreprises réglementées d'obtenir, avec régularité, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de leurs clients.

La politique de meilleure exécution doit traiter les différentes catégories d'instruments financiers pour lesquelles les entreprises réglementées proposent de l'exécution d'ordres. Elle doit également faire la distinction entre un client de détail¹³ et un client professionnel¹⁴ dans la mesure où les entreprises réglementées ont décidé de traiter ces catégories de clients de manière différente pour l'exécution d'ordres.

La politique de meilleure exécution sera le cas échéant détaillée en fonction d'autres paramètres en termes d'exécution, comme par exemple par type d'ordre.

Les entreprises réglementées peuvent ne sélectionner qu'un seul lieu d'exécution dans leur politique de meilleure exécution pour autant qu'elles puissent démontrer que ce faisant, elles sont à même d'obtenir le meilleur résultat possible sur une base régulière.

Les entreprises réglementées doivent s'abstenir de structurer ou de facturer des commissions d'une manière qui introduirait une discrimination inéquitable entre les lieux d'exécution. Les entreprises réglementées sont réputées structurer ou facturer leurs commissions d'une manière introduisant une discrimination inéquitable entre les lieux d'exécution lorsqu'elles prélèvent aux clients des commissions ou des marges pour exécution qui varient en fonction des lieux d'exécution et que ces écarts ne correspondent pas à des différences effectives dans les coûts d'exécution supportés par l'entreprise réglementée suivant ces lieux.

Les entreprises réglementées qui réceptionnent les ordres de leurs clients et les transmettent à une entité tierce pour exécution (« RTO ») sont aussi soumises à des règles spécifiques en termes de meilleure exécution (cf. 6.1.1).

¹³ Au sens de l'article 2, 29° de la **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002**.

¹⁴ Au sens de l'article 2, 28° de la **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002**.

6.2.2 Constatations

6.2.2.1 Stratégie d'exécution retenue et concepts utilisés

6.2.2.1.1 En termes de prix

La FSMA a constaté qu'au moment de l'inspection, les entreprises réglementées qui avaient défini dans leur politique de meilleure exécution, un lieu d'exécution par défaut, n'étaient généralement pas en mesure de démontrer, en utilisant des données objectives, que le lieu d'exécution par défaut retenu (par exemple, le marché le plus liquide ou encore le marché d'origine des instruments concernés) leur permettait de respecter avec régularité leur obligation de meilleure exécution en terme de contrepartie totale (prix et coûts).

6.2.2.1.2 En termes de coûts

La FSMA a constaté que certaines entreprises réglementées qui sont connectées à plusieurs lieux d'exécution appliquent les mêmes coûts d'exécution quel que soit le lieu d'exécution (y inclus les frais de connexion) sans avoir une analyse approfondie pour motiver ce choix en respectant les règles liées à la structuration des commissions¹⁵. La FSMA a également constaté que certaines entreprises réglementées ne font pas de différence en termes de coûts selon qu'elles exécutent elles-mêmes les ordres ou qu'elles les réceptionnent et les transmettent pour exécution alors que selon le schéma d'exécution applicable, les coûts d'exécution seront différents. Ainsi, par exemple, si une valeur est négociée sur un lieu d'exécution pour lequel une entreprise réglementée dispose d'une connexion et sur un autre lieu d'exécution pour lequel l'entreprise réglementée réceptionne l'ordre et le transmet pour exécution à une entité tierce, elle doit, pour choisir le lieu d'exécution à retenir, prendre en considération les coûts de transaction qui pourraient en l'espèce être plus élevés dans la deuxième hypothèse¹⁶.

Par ailleurs, la FSMA a été confrontée à des cas où l'entreprise réglementée a défini le marché d'origine de la valeur comme le lieu d'exécution par défaut alors que pour ce marché, l'entreprise réglementée ne jouit pas de connexion directe et devra donc transmettre les ordres pour exécution à une entité tierce. Cette pratique n'est conforme à l'obligation de meilleure exécution que si l'entreprise peut démontrer par une étude interne approfondie que les avantages offerts par le marché d'origine, par exemple en termes de liquidité, l'emportent sur les coûts de transaction liés au recours à une entreprise tierce.

¹⁵ Les entreprises réglementées doivent s'abstenir de structurer ou de facturer des commissions d'une manière qui introduirait une discrimination inéquitable entre les lieux d'exécution. Les entreprises réglementées sont réputées structurer ou facturer leurs commissions d'une manière introduisant une discrimination inéquitable entre les lieux d'exécution lorsqu'elles prélèvent aux clients des commissions ou des marges pour exécution qui varient en fonction des lieux d'exécution et que ces écarts ne correspondent pas à des différences effectives dans les coûts d'exécution supportés par l'entreprise réglementée suivant ces lieux.

¹⁶ Ces constatations font l'objet des discussions au niveau européen, mais sans conclusion à la date de publication de ce rapport.

La FSMA rappelle également que les coûts à prendre en considération sont les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de liquidation et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre.

En vue d'assurer la meilleure exécution possible, lorsqu'un ordre concernant un instrument financier peut être exécuté sur plusieurs lieux d'exécution concurrents repris dans la politique de meilleure exécution de l'entreprise, il convient d'évaluer et de comparer les résultats qui seraient obtenus pour le client en exécutant l'ordre sur chacun des lieux d'exécution possibles. Dans cette évaluation, la FSMA rappelle qu'il y a lieu de prendre en compte les commissions et coûts propres à l'entreprise que celle-ci facture pour l'exécution de l'ordre sur chacun des lieux d'exécution éligibles.

Dans certains cas, la mise en œuvre de la politique de meilleure exécution choisie par l'entreprise réglementée donne lieu à l'exécution d'un ordre dans une autre devise que l'euro et l'entreprise réglementée convertit alors d'office les investissements faits en euros en appliquant des frais de change au client (frais de change qui sont un exemple de commissions et coûts propres à l'entreprise). Dans ces hypothèses, la FSMA rappelle que l'entreprise réglementée doit réévaluer dans quelle mesure ce lieu d'exécution lui permet de respecter son obligation de meilleure exécution et d'ainsi obtenir, avec régularité, le meilleur résultat possible pour l'exécution des ordres de ses clients. La politique de meilleure exécution doit être claire sur le fait qu'un ordre pourrait être exécuté dans une autre devise et que certains coûts pourraient devoir être supportés par le client.

6.2.2.2 Identification des lieux d'exécution sélectionnés et des entités tierces intervenant dans l'exécution des ordres

La FSMA a constaté que certaines entreprises réglementées n'identifiaient pas, dans leur politique de meilleure exécution, les lieux d'exécution retenus ni les entités tierces intervenant dans l'exécution des ordres.

La FSMA a rappelé aux entreprises réglementées concernées que les politiques de meilleure exécution doivent reprendre les lieux d'exécution qui leur permettent, sur une base régulière, d'obtenir le meilleur résultat possible en termes de prix et de coûts. Les entreprises réglementées doivent également identifier les entités tierces à qui elles transmettent les ordres qu'elles réceptionnent de leurs clients pour exécution.

Par ailleurs, les entreprises réglementées ont parfois eu des difficultés à identifier la relation juridique qui les lie à une entité tierce et les conséquences y relatives.

6.2.2.3 Identification des types d'ordres admis et information des clients

En pratique, les entreprises réglementées ne précisait pas de manière systématique dans leur politique de meilleure exécution les types d'ordres qu'elles admettent. Cette information peut se faire en mentionnant les types d'ordres admis dans la politique elle-même ou bien en renvoyant à un document spécifique (avec précision de la section concernée) dans lequel les types d'ordres¹⁷ sont définis.

La FSMA a également constaté que les entreprises réglementées n'attiraient pas suffisamment l'attention de leurs clients sur les conséquences de l'introduction d'ordres à cours limité en termes de probabilité d'exécution. Il en va de même des conséquences des ordres au marché en termes de prix obtenu en cas d'exécution immédiate. Auprès de certaines entreprises réglementées, l'introduction d'un ordre de bourse à cours limité peut aussi impacter le lieu d'exécution.

En effet, certaines entreprises réglementées exécutent sur le marché d'origine de la valeur concernée, les ordres à cours limité qui n'ont pas pu être exécutés directement sur le marché déterminé par la politique de meilleure exécution (par exemple quand il s'agit d'un ordre introduit hors des heures d'ouverture du marché déterminé par la politique d'exécution).

Ces informations permettent d'assurer une information adéquate des clients et sont d'ailleurs souhaitables afin de permettre aux clients de comprendre quels ordres sont considérés par l'entreprise réglementée comme des instructions spécifiques (cf. la section 6.3.2.1 ci-après) et les conséquences y relatives.

6.2.2.4 Dérogations à la politique de meilleure exécution

La FSMA a constaté qu'en pratique, les entreprises réglementées tolèrent un certain nombre de dérogations à leur politique et leurs procédures en matière de meilleure exécution.

La FSMA recommande aux entreprises réglementées de veiller à ce que les dérogations ponctuelles à leur politique de meilleure exécution soient limitées, dûment justifiées et documentées. Elles doivent en outre faire l'objet d'un contrôle pertinent.

La FSMA a par exemple constaté que certaines entreprises réglementées avaient identifié un lieu d'exécution par défaut, autre que le marché de cotation d'origine des valeurs concernées, pour l'ensemble des ordres de leurs clients portant sur ces valeurs. En cas de fermeture du marché désigné comme le lieu d'exécution par défaut par l'entreprise réglementée, l'ordre était toutefois exécuté sur le marché de cotation d'origine de la valeur. La FSMA a recommandé aux entreprises réglementées concernées de refléter correctement cette information dans leur politique de meilleure exécution.

¹⁷ Par exemple: les ordres à cours limité, les ordres "stop loss",

Enfin, si les entreprises réglementées constatent que certaines dérogations à leur politique deviennent fréquentes, la FSMA leur recommande d'en évaluer les raisons et, le cas échéant, de les intégrer en tant que modifications substantielles à leur politique de meilleure exécution (cf. la section 6.5.2 ci-après).

6.3 Les instructions spécifiques de clients

6.3.1 Cadre de référence

Une entreprise réglementée s'acquitte de son obligation légale de prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour le client lorsqu'elle exécute un ordre ou un aspect précis de l'ordre en suivant des instructions spécifiques données par le client concernant l'ordre ou l'aspect précis de l'ordre.

Les entreprises réglementées doivent disposer de procédures opérationnelles leur permettant de s'assurer qu'en cas d'instructions spécifiques du client, les ordres sont exécutés selon ces instructions et que pour les autres aspects de l'ordre concerné, la politique en matière de meilleure exécution est suivie.

Cela suppose que ces procédures opérationnelles comportent :

- une définition du terme "instructions spécifiques" indiquant quelles instructions du client seront considérées comme étant spécifiques au regard de l'obligation de meilleure exécution ;
- des règles en vue d'appliquer les instructions spécifiques des clients à la partie de l'ordre soumise à l'instruction spécifique ;
- une définition claire des exigences quant au format à utiliser pour introduire un ordre comportant une instruction spécifique. Il s'agit de pouvoir identifier les caractéristiques de l'ordre qui constituent une instruction spécifique ou les parties de l'ordre qui comportent une instruction spécifique et celles qui ne le sont pas/n'en comportent pas ;
- la manière d'identifier les transactions exécutées sur la base d'instructions spécifiques des clients (paramétrage des systèmes notamment). Il s'agit d'identifier la partie de l'ordre/les caractéristiques de l'ordre qui font l'objet d'une instruction spécifique et de vérifier que les autres parties de l'ordre qui ne font pas l'objet d'une instruction spécifique ont été traitées conformément à la politique de meilleure exécution de l'entreprise réglementée ;
- les (éventuelles) autorisations internes pré- et post- exécution qui doivent être obtenues ;
- les reportings internes à effectuer sur les caractéristiques de l'ordre qui constituent une instruction spécifique ou les parties de l'ordre qui comportent des instructions spécifiques de clients ;

- les contrôles effectués sur ces ordres.

Les entreprises réglementées sont, dans ce cadre, tenues de veiller à ce que leurs procédures opérationnelles n'encouragent pas les clients à donner des instructions spécifiques lorsqu'elles devraient raisonnablement savoir que de telles instructions auraient probablement pour effet de les empêcher d'obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients.

6.3.2 Constatations

6.3.2.1 Notion d'instruction spécifique

La FSMA rappelle que bien que la notion d'instruction spécifique ne soit pas définie dans la réglementation, elle doit être interprétée de manière à ne pas vider l'obligation de meilleure exécution de sa substance.

La FSMA a en effet constaté que, dans certains cas, cette notion était définie par les entreprises réglementées. Cependant, les ordres qualifiés d'instructions spécifiques ne répondaient pas systématiquement aux situations qui pourraient être considérées comme des instructions spécifiques.

Si le choix par le client du lieu d'exécution est systématiquement qualifié, par les entreprises réglementées, d'instruction spécifique de la part des clients, d'autres types d'instructions comme les ordres à cours limité, qui doivent également être interprétés comme des instructions spécifiques, ne le sont pas toujours.

A l'inverse, la FSMA a aussi constaté des situations où les entreprises réglementées avaient explicitement cité des exemples d'instructions spécifiques qui n'en sont pas. C'est le cas des ordres de vente. La FSMA rappelle que les ordres de vente sont, de la même manière que les ordres d'achat, soumis à l'obligation de meilleure exécution. Les ordres de vente ne peuvent donc être d'emblée considérés comme des instructions spécifiques de clients.

Si par contre une entreprise réglementée a identifié sur la base des critères et facteurs d'exécution qu'un lieu d'exécution doit être retenu pour tous les ordres de vente, elle doit le préciser dans sa politique de meilleure exécution. Le lieu d'exécution défini pour les ordres de vente sera dès lors celui déterminé par l'entreprise réglementée concernée dans le cadre de sa politique de meilleure exécution et il ne sera pas considéré « par défaut » comme une instruction spécifique des clients.

La FSMA recommande dès lors aux entreprises réglementées de s'assurer de la bonne interprétation à donner à la notion d'instruction spécifique. Le cas échéant, la politique de meilleure exécution reprendra une définition de la notion d'instruction spécifique. Les entreprises réglementées devraient, ce faisant, veiller à ce que la définition d'instruction spécifique ne soit pas trop large. Elles devraient détailler les types d'ordres qu'elles considèrent comme des instructions spécifiques.

6.3.2.2 Instructions spécifiques de facto

Les entreprises réglementées doivent s'abstenir d'encourager leurs clients, via leurs politiques et procédures, à donner des instructions spécifiques et à échapper, de la sorte, aux contraintes liées au respect de l'obligation de meilleure exécution.

La FSMA a en effet constaté que certaines entreprises réglementées permettaient à leurs clients de choisir à l'avance, pour l'ensemble de leurs transactions un seul lieu d'exécution qui est différent de celui qu'elles avaient défini comme étant le lieu d'exécution leur permettant d'obtenir, sur une base régulière, le meilleur résultat possible en termes d'exécution.

Concrètement, ces entreprises réglementées avaient déterminé que le marché X leur permettait d'obtenir, sur une base régulière, le meilleur résultat possible pour les ordres de leurs clients sur des valeurs définies et ce, en termes de prix et de coûts. Elles proposaient néanmoins à leurs clients de choisir le marché Y pour l'ensemble de leurs transactions qui porteraient sur ces valeurs au motif que le marché Y est plus connu des clients. Outre le fait que ce procédé interpelle en ce qu'il implique de proposer au client un marché qui est considéré par l'entreprise réglementée comme moins avantageux en termes d'exécution que celui déterminé par son analyse, il incite les clients à poser une instruction spécifique quant au lieu d'exécution. La FSMA a dès lors considéré que ce procédé n'était pas acceptable.

La FSMA a constaté que lorsque certaines valeurs sont négociées sur plusieurs marchés, certaines entreprises réglementées demandaient aux clients de choisir le marché sur lequel l'ordre serait exécuté. La FSMA a rappelé aux entreprises réglementées concernées qu'il est de leur responsabilité de déterminer le lieu d'exécution proposant sur une base régulière le meilleur résultat possible en termes d'exécution et qu'elles ne peuvent pas inciter les clients à donner une instruction spécifique, à savoir, choisir un marché d'exécution, pour se délier des obligations de meilleure exécution.

Les entreprises réglementées doivent également s'assurer que les clients sont conscients du fait que certaines instructions données dans le cadre de la transmission de leurs ordres sont des instructions spécifiques qui auront un impact sur la manière dont l'entreprise réglementée qui reçoit ces ordres appliquera sa politique de meilleure exécution.

A titre d'exemple, le client a, dans certains cas, la possibilité de choisir une devise dans laquelle sa transaction sera négociée, ce qui pourrait constituer une instruction spécifique. Ce choix aura nécessairement un impact sur les lieux d'exécution envisageables, étant donné que seuls ceux négociant la valeur dans la devise demandée par le client seront retenus par l'entreprise réglementée en vue d'une exécution. Il est important que le client soit conscient des éventuelles implications en termes de coûts (cf. 6.2.2.1.2). Dans la mesure où le client concerné ne dispose pas, auprès de l'entreprise réglementée, des devises nécessaires pour satisfaire l'ordre donné, des frais de change seront dus.

La FSMA rappelle que les entreprises réglementées doivent informer le client des spécificités de cotation propres à certains marchés et/ou valeurs. La FSMA a en effet constaté que ce n'était pas toujours le cas en ce qui concerne les multiples (valeur se négociant par multiples de 100 ou 1000 sur un marché spécifique). Certaines entreprises réglementées n'informent pas le client de ces multiples, mais lui demandent de choisir un autre marché lorsqu'il introduit un ordre sans en tenir compte. Ce faisant, ils invitent le client à poser une instruction spécifique quant au lieu d'exécution sans l'informer sur les conséquences en matière d'application des obligations de meilleure exécution.

6.4 Information des clients et consentements divers

6.4.1 Cadre de référence

6.4.1.1 Politique de meilleure exécution

Les entreprises réglementées doivent fournir des informations appropriées à leurs clients quant à leur politique de meilleure exécution des ordres. Elles sont en particulier tenues de fournir à leurs clients de détail, en temps voulu, avant la prestation du service, les informations suivantes sur leur politique de meilleure exécution :

- un commentaire de l'importance relative que les entreprises réglementées attribuent, sur la base des critères définis à l'article 24, § 1^{er} de l'**AR Exécution MiFID 3 juin 2007** aux facteurs d'exécution mentionnés à l'article 28, § 1^{er} de la **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002**, ou le processus par lequel les entreprises réglementées déterminent l'importance relative desdits facteurs ;
- une liste des lieux d'exécution auxquels les entreprises réglementées recourent de manière significative pour honorer leur obligation légale de prendre toutes les mesures raisonnables en vue d'obtenir, avec régularité, le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de leurs clients.

Les entreprises réglementées doivent obtenir le consentement préalable de leurs clients sur leur politique de meilleure exécution. Ce consentement peut être tacite et résulter du comportement du client, tel que l'envoi d'un ordre du client après que ce dernier ait reçu la politique de meilleure exécution. Dans ces cas, les entreprises réglementées doivent pouvoir démontrer l'envoi et la réception de la politique de meilleure exécution par le client avant l'envoi de son ordre pour exécution.

Les entreprises réglementées sont en outre tenues de démontrer à leurs clients, à leur demande, qu'elles ont exécuté leurs ordres conformément à leur politique de meilleure exécution.

Elles doivent signaler à leurs clients toute modification importante de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres ou de leur politique en la matière. Une modification est considérée comme importante quand sa publication est nécessaire pour permettre aux clients de prendre une décision en connaissance de cause sur le fait de savoir s'ils vont continuer à utiliser les services des entreprises réglementées ou pas. En particulier, les entreprises réglementées doivent considérer l'importance des modifications apportées aux facteurs d'exécution ou aux lieux d'exécution.

6.4.1.2 Transactions en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF¹⁸ (transactions dites « OTC¹⁹ »)

Lorsque la politique de meilleure exécution des entreprises réglementées prévoit que les ordres des clients peuvent être exécutés en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF, les entreprises réglementées doivent informer leurs clients ou clients potentiels de cette possibilité.

Les entreprises réglementées doivent obtenir le consentement préalable exprès de leurs clients avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF. Ce consentement peut être obtenu soit sous la forme d'un accord général, soit d'un accord ad hoc pour des transactions déterminées.

Ce consentement peut être démontré par la signature manuscrite ou électronique du client ou par tout autre moyen équivalent, tel qu'un « clic » sur une page internet, ou oralement par téléphone ou en personne, moyennant une documentation appropriée de cet accord.

6.4.2 Constatations

6.4.2.1 Informations du client quant à la politique de meilleure exécution

La FSMA rappelle que, s'il n'est pas obligatoire de reprendre la politique de meilleure exécution dans un seul document distinct, le ou les document(s) incluant la politique de meilleure exécution doi(ven)t être clair(s) quant au fait qu'il(s) contien(nen)t cette politique. L'entreprise réglementée doit également s'assurer que l'ensemble des documents qui traitent de la politique de meilleure exécution est cohérent et à jour.

Il en est de même des informations qui seraient reprises sur le site internet des entreprises réglementées auquel elles pourraient renvoyer pour une partie des informations concernant leur politique de meilleure exécution (ex. liste des lieux d'exécution ...). Les entreprises réglementées doivent veiller à ce que ces informations soient cohérentes et à jour par rapport aux autres informations publiées concernant leur politique de meilleure exécution.

¹⁸ Multilateral Trading Facility.

¹⁹ Over The Counter.

6.4.2.2 Informations communiquées lors de l'exécution d'un ordre

La FSMA rappelle que les entreprises réglementées doivent veiller à ne pas induire les clients en erreur lorsqu'elles mettent à leur disposition des simulateurs d'exécution d'ordres permettant d'évaluer le prix total d'un ordre.

La FSMA a en effet constaté que certains outils de simulation employaient une terminologie qui pouvait être sujette à interprétation. Il en est ainsi des mentions de « prix de référence » et de « coûts de transactions », à défaut de précision quant au fait qu'il s'agit d'estimations. La FSMA est d'avis que les entreprises réglementées qui recourent à ces termes doivent les définir afin de ne pas induire le client en erreur sur le résultat de la simulation d'ordre en tant que tel. Il en va de même de comparaisons éventuelles de cours entre différents lieux d'exécution qui ne reflèteraient pas clairement les éventuels décalages de cours par rapport au cours en temps réel. Ces délais ont pourtant un impact sur la fiabilité des simulations proposées.

Enfin, il en est également ainsi lorsque le site transactionnel d'une entreprise réglementée présente l'ensemble des lieux d'exécution qui négocient la valeur introduite par le client alors que la politique de meilleure exécution de l'entreprise réglementée a défini un lieu d'exécution par défaut pour cette valeur. La FSMA estime en effet que dans cette situation, le client pourrait avoir l'impression que l'entreprise réglementée choisira le meilleur lieu d'exécution parmi l'ensemble des lieux d'exécution énumérés pour l'ordre alors qu'en pratique, sauf instruction spécifique du client, l'entreprise réglementée exécutera l'ordre du client sur le lieu d'exécution qu'elle a défini par défaut pour la valeur concernée.

La FSMA est d'avis qu'il n'est pas acceptable de donner l'impression que l'outil de meilleure exécution développé par les entreprises réglementées déterminera le meilleur lieu d'exécution pour l'ordre introduit alors que ce ne serait pas le cas.

6.4.2.3 Suite réservée aux demandes d'informations complémentaires du client

La FSMA rappelle que l'entreprise réglementée devrait indiquer au client qu'il peut obtenir des informations complémentaires sur la politique de meilleure exécution retenue par l'entreprise et lui indiquer la manière dont il peut se procurer cette information.

De même, la politique de meilleure exécution devrait informer le client du fait qu'il peut demander à l'entreprise réglementée des informations sur le respect, par cette dernière, de sa politique de meilleure exécution dans le cadre de l'exécution d'un ordre bien déterminé.

6.4.2.4 Informations reprises sur les bordereaux d'exécution

La FSMA a analysé un échantillon de bordereaux d'exécution des entreprises réglementées sous revue au regard de l'article 21 de l'AR Exécution MiFID 3 juin 2007.

La FSMA a constaté un certain nombre de manquements liés à l'absence de certaines informations obligatoires sur les bordereaux, telles que l'heure de la transaction et le type d'ordre (au cours, à cours limité...).

Il convient également de souligner que les entités qui exécuteraient les ordres en « RTO » mais qui auraient fait le choix commercial d'émettre elles-mêmes les bordereaux d'exécution, doivent y reprendre l'ensemble des mentions énumérées à l'article 21 précité en ce compris le(s) lieu(x) d'exécution.

6.4.2.5 Avertissements en cas d'instructions spécifiques du client

La FSMA a analysé les mentions faites dans les politiques de meilleure exécution relativement à la notion d'instructions spécifiques, de même que les avertissements les concernant.

La FSMA constate que la plupart des dispositions des politiques d'exécution revues étaient rédigées de telle sorte qu'elles donnaient l'impression que l'entreprise réglementée est déliée de toute responsabilité en matière de meilleure exécution en cas d'instruction spécifique du client.

Or, les entreprises réglementées qui exécutent une instruction spécifique d'un client, ne sont plus tenues à l'obligation de meilleure exécution, mais uniquement pour l'aspect précis de l'ordre découlant de l'instruction spécifique donnée par le client²⁰.

6.4.2.6 Consentement du client sur la politique de meilleure exécution

Les entreprises réglementées doivent s'assurer du consentement du client quant à leur politique de meilleure exécution.

Cela signifie que, dans les situations où la politique de meilleure exécution de l'entreprise réglementée prévoit par exemple qu'en transmettant un ordre, le client marque de ce fait son accord sur la politique de meilleure exécution de l'entreprise telle qu'en vigueur au moment où le client introduit son ordre, l'entreprise réglementée doit s'assurer de porter à la connaissance du client toute modification apportée à sa politique de meilleure exécution. Une simple publication sur le site internet de l'entreprise réglementée et/ou sur le site transactionnel de l'entreprise réglementée n'est pas suffisante.

Cela signifie également que si la politique de meilleure exécution de l'entreprise réglementée est reprise dans plusieurs documents et/ou supports et qu'un seul de ces documents ou supports est par la suite adapté en raison d'un changement apporté à la politique de meilleure exécution, l'entreprise réglementée doit s'assurer qu'elle a obtenu un consentement valide du client au sens de l'article 28, § 3, alinéa 2 de la **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002** par rapport à ce changement.

²⁰ Article 24 § 2 de l'AR Exécution MiFID 3 juin 2007.

La FSMA rappelle l'importance de s'assurer préalablement d'un consentement exprès et valide du client si l'entreprise réglementée se réserve la possibilité d'effectuer des transactions OTC.

Il convient également de souligner que les modifications substantielles qui affectent la capacité de l'entreprise réglementée à continuer à obtenir avec régularité le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de ses clients, imposent à l'entreprise réglementée de réexaminer sa politique de meilleure exécution et de s'assurer de la bonne information du client sur la politique adaptée. Un processus d'information qui ne serait pas optimal pourrait remettre en cause la validité du consentement des clients sur ces changements.

6.5 Monitoring et revue de la politique et des procédures

6.5.1 Cadre de référence

Les entreprises réglementées doivent veiller à établir, mettre en œuvre et garder opérationnelles des politiques et des procédures adéquates pour détecter les risques d'atteinte à leur intégrité ou à leur réputation et les risques de défaillance de leur part, notamment quant au respect des obligations découlant du chapitre II, section 7 de la **Loi Surveillance Secteur Financier 2 août 2002**. Elles sont tenues de surveiller l'efficacité de leurs dispositions en matière d'exécution des ordres et de leur politique en la matière afin d'en déceler les lacunes éventuelles et d'y remédier.

En particulier, les entreprises réglementées doivent examiner régulièrement si les lieux d'exécution prévus dans leur politique de meilleure exécution des ordres leur permettent d'obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients ou si elles doivent procéder à des modifications de leurs dispositions en matière d'exécution. Dans ce cadre, les entreprises réglementées sont tenues de procéder à :

- un réexamen annuel de leur politique de meilleure exécution ainsi que de leurs dispositions en matière d'exécution d'ordres. Dans ce cadre, les entreprises réglementées doivent considérer dans quelle mesure elles peuvent de manière régulière garantir la meilleure exécution si elles incluent de nouveaux lieux d'exécution, si elles modifient l'importance relative donnée aux facteurs d'exécution ou si elles modifient l'un ou l'autre aspect de leur politique de meilleure exécution et/ou leurs dispositions y relatives ;
- un réexamen à chaque fois que se produit une modification substantielle qui affecte leur capacité à continuer à obtenir avec régularité le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres de leurs clients en utilisant les lieux d'exécution prévus dans leur politique de meilleure exécution. Le fait qu'une modification soit substantielle ou pas dépend de la nature, de l'ampleur et du champ d'application de la modification.

Ainsi, les entreprises réglementées doivent évaluer, sur une base régulière, des transactions individuelles pour déterminer si elles ont respecté leur politique de meilleure exécution et/ou leurs dispositions en la matière et dans quelle mesure elles ont délivré le meilleur résultat possible pour ces transactions.

Cette évaluation peut inclure la comparaison de transactions similaires :

- sur le même lieu d'exécution pour tester dans quelle mesure le jugement des entreprises réglementées sur la manière dont les ordres sont exécutés est correct ;
- sur différents lieux d'exécution choisis dans la politique de meilleure exécution pour tester dans quelle mesure le meilleur lieu d'exécution est retenu pour un type de transaction donné.

Si les résultats de cette évaluation devaient s'avérer ne pas être concluants, les entreprises réglementées devraient prendre des mesures adéquates pour remédier à la situation comme par exemple, prendre des actions en termes de formation et de communication (si le résultat des tests s'explique par un non-respect de la politique de meilleure exécution définie) ou bien apporter les modifications appropriées à la politique ou aux procédures (si celles-ci comportent des dispositions qui ne sont pas/plus appropriées à l'activité de l'entreprise).

La méthode d'évaluation susmentionnée est à déterminer par les entreprises réglementées elles-mêmes. Une évaluation de toutes les transactions n'est pas requise. Une évaluation par échantillonnage peut être suffisante.

6.5.2 Constatations

La FSMA a constaté que les contrôles mis en place par les entreprises réglementées sous revue ne leur permettaient pas d'évaluer le caractère adéquat de leur politique de meilleure exécution. Les contrôles qui étaient en place visaient en effet uniquement à s'assurer du respect par l'entreprise réglementée et ses employés de la politique de meilleure exécution.

La FSMA rappelle que les contrôles mis en place par les trois lignes de défense doivent permettre à l'entreprise réglementée de :

- surveiller l'efficacité des dispositions prises par l'entreprise réglementée en termes de meilleure exécution, en déceler les lacunes éventuelles et y remédier. Cette évaluation doit avoir lieu au minimum annuellement et immédiatement si des circonstances de marché ou propres à l'entreprise réglementée l'imposent. Il en sera ainsi de toute modification substantielle affectant la capacité de l'entreprise réglementée à obtenir, avec régularité, le meilleur résultat possible en termes d'exécution ;
- veiller au respect, par les employés, de la politique de meilleure exécution définie.

Les entreprises réglementées doivent pouvoir démontrer par une étude actualisée que les choix stratégiques opérés en termes de meilleure exécution sont justifiés et documentés.

Cette étude, fruit d'une collaboration étroite entre les membres de la direction effective responsables des fonctions opérationnelles liées à l'exécution d'ordres et les fonctions internes de contrôle, doit permettre de comprendre les options envisagées en termes de meilleure exécution et les raisons qui motivent le fait que seules certaines de celles-ci aient au final été retenues.

Cette étude doit être actualisée afin de tenir compte des évolutions des marchés, des besoins des entreprises réglementées et de leurs clients et des choix opérés par les concurrents, le cas échéant.

6.6 Formation du personnel

6.6.1 Cadre de référence

Les entreprises réglementées doivent employer du personnel disposant des qualifications, des connaissances et de l'expertise requises pour exercer les responsabilités qui leur sont confiées. Les employés qui sont impliqués dans les processus d'exécution d'ordres doivent avoir un niveau de connaissances et d'expérience approprié au vu des tâches qu'ils accomplissent.

6.6.2 Constatations

La FSMA a constaté que les formations mises à disposition du personnel des entreprises réglementées n'étaient pas toujours assez développées ou n'avaient pas été actualisées alors que des modifications substantielles étaient parfois intervenues à la politique de meilleure exécution.

Or, les entreprises réglementées doivent s'assurer que les procédures et manuels développés par les entreprises réglementées sont actualisés et présentés dans le cadre de formations ad hoc données au personnel sur le thème de l'obligation de meilleure exécution.

Les entreprises réglementées doivent également veiller à ce que les collaborateurs impliqués dans le processus d'exécution d'ordres disposent de connaissances suffisantes quant aux obligations légales en matière de meilleure exécution et quant à la politique et aux procédures développées par les entreprises réglementées pour y satisfaire. Cette exigence vaut également pour les fonctions de contrôle (trois lignes de défense) des entreprises réglementées qui sont impliquées dans le monitoring et la revue de la politique et des procédures en matière de meilleure exécution.

La FSMA rappelle également que les fonctions de contrôle doivent disposer des moyens techniques et humains nécessaires pour assurer un contrôle efficace et pertinent du respect des obligations en matière de meilleure exécution.

7 Conclusions

Ce rapport résume les constats découlant des inspections de la FSMA portant sur l'analyse de la politique et des procédures des entreprises réglementées relatives à l'obligation de meilleure exécution ainsi que des dispositifs de contrôle mis en place pour garantir le respect des dispositions légales en la matière.

En raison du degré actuel de convergence dans les approches de contrôle des différents États membres de l'UE, et compte tenu de ce que certains aspects du dispositif légal applicable sont sujets à interprétations, la FSMA a opté pour une approche consistant à ne retenir comme manquements que les infractions à des dispositions univoques.

Pour les entreprises réglementées qui n'ont pas fait l'objet d'une inspection, le présent rapport constitue un document de référence leur permettant d'évaluer l'efficacité de leurs procédures au regard du respect de l'obligation de meilleure exécution et des attentes de la FSMA en la matière. Il va de soi que les constats faits dans le cadre des inspections précitées sont relatifs au champ d'application des inspections concernées, à savoir des transactions en actions du Bel20 effectuées par des clients de détail, mais les rappels formulés dans le présent rapport par la FSMA sont également à prendre en considération dans un champ d'application plus large (autres instruments financiers, clients professionnels, ...).

A la date de publication du présent rapport, la FSMA estime que même si l'obligation de meilleure exécution est une obligation de moyen et bien que de bonnes pratiques aient pu être constatées, la manière dont les entreprises réglementées sous revue ont développé et mis en œuvre leurs politiques et procédures en la matière présente des faiblesses importantes au regard des obligations légales, en ce qui concerne principalement les éléments décrits ci-dessous.

- La stratégie d'exécution déclarée par certaines entreprises réglementées n'est pas toujours cohérente avec les procédures développées ou avec la manière suivant laquelle l'exécution d'ordres est réalisée par celles-ci sur le terrain. Ainsi, la FSMA a constaté que certaines entreprises réglementées qui déclarent exécuter elles-mêmes l'ensemble de leurs ordres ou pratiquer de l'externalisation pour certains marchés, fournissent en réalité un service d'investissement consistant en la réception d'ordres de clients et la transmission de ces ordres à une entité tierce pour exécution (RTO).
- Le choix du lieu d'exécution par défaut défini par certaines entreprises réglementées dans leur politique de meilleure exécution (par exemple, le marché le plus liquide ou encore le marché d'origine des instruments concernés) ne repose pas nécessairement sur des données objectives, permettant à ces entreprises de démontrer qu'en exécutant les ordres sur ce marché, elles respectent avec régularité leur obligation de meilleure exécution en terme de contrepartie totale pour les clients de détail (prix et coûts).

- La notion d'instruction spécifique n'est pas toujours correctement définie ni mise en œuvre. Certaines entreprises réglementées ont en effet recours à une interprétation de cette notion qui n'est pas acceptable ou incitent les clients, à travers leur processus d'exécution, à leur donner une instruction spécifique. Certaines politiques de meilleure exécution donnent par ailleurs l'impression qu'en cas d'introduction d'un ordre par le client comportant une instruction spécifique, l'entreprise réglementée ne serait plus tenue d'appliquer sa politique de meilleure exécution de manière générale alors qu'en réalité, l'entreprise réglementée reste tenue de l'appliquer pour les parties de l'ordre sur lesquelles l'instruction spécifique ne porte pas.²¹
- Le monitoring et les contrôles effectués par les entreprises réglementées ne permettent généralement pas de s'assurer que la stratégie de meilleure exécution définie est correctement reflétée dans la politique de meilleure exécution et les procédures internes. La plupart des contrôles visaient préalablement uniquement à assurer le respect de la politique et des procédures mises en place sans s'assurer du caractère adéquat de celles-ci. Par ailleurs, peu d'entreprises ont pu démontrer avoir réévalué de manière régulière leur politique de meilleure exécution (y inclus la stratégie choisie).
- L'information fournie aux clients en lien avec l'obligation de meilleure exécution n'est pas toujours suffisante afin de répondre aux exigences légales en la matière. Les entreprises réglementées doivent veiller à ce que les informations fournies aux clients quant à la politique et lors de l'introduction d'un ordre par le client (en ce compris les avertissements relatifs aux instructions spécifiques) n'induisent pas le client en erreur sur la nature du service presté et soient conformes aux dispositions légales en la matière. Les bordereaux d'exécution d'ordres doivent comporter toutes les mentions légales requises par la loi.
- Les formations du personnel au respect de l'obligation de meilleure exécution doivent être améliorées. En termes de contenu, ces formations doivent permettre aux collaborateurs concernés des entreprises réglementées de connaître l'ensemble des dispositions légales et réglementaires applicables ainsi que la politique et les procédures internes développées par l'entreprise réglementée pour y satisfaire.

Au terme de ces différentes inspections, la FSMA a exigé des entreprises réglementées concernées qu'elles mettent en place, sur la base du rapport individuel et confidentiel qui leur a été remis, des actions correctrices afin de se conformer à la réglementation en vigueur.

*

* *

²¹ Il est entendu que l'entreprise réglementée s'acquitte de son obligation de meilleure exécution dans la mesure où elle exécute un ordre ou un aspect précis de l'ordre en suivant les instructions spécifiques données par le client concernant l'ordre ou l'aspect précis de l'ordre.

La FSMA attire, par ailleurs, l'attention de la direction effective des entreprises réglementées sur l'importance de mener en leur sein, des réflexions et études sur l'impact de la mise en œuvre de MiFID II et des mesures pour assurer sa transposition en droit belge.