

Execution-related measures in the Markets in Financial Instruments Directive

*Aspects of the definition of Investment Advice and of the general obligation to act fairly,
honestly and professionally in the best interest of clients*

*Best execution
Market transparency
Second consultative paper (March 2005)*

INTRODUCTION

The *Fédération Bancaire Française* (FBF) has participated fully in the various CESR consultations on execution-related measures in the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID).

This second mandate raises fundamental issues about execution-related measures in the MiFID. The FBF believes that the directive has struck the right balance between best execution, transparency between execution venues and competition between them.

It is appropriate for Level 2 to maintain this balance and to follow rigorously Level 1 with regard to the scope of best execution. The FBF emphasises the importance for CESR of striking the right balance between rules legitimately protecting investors but not introducing regulatory barriers to entry that would undermine the distribution of financial instruments to retail investors. It is worth noting that a large number of responses received by CESR supported this position.

Furthermore, the FBF is making concrete and practical proposals concerning pre-trade transparency and the definition of systematic internalisation in line with the balance achieved by the directive. The arrangements adopted by CESR must maintain a level of pre-trade and post-trade transparency that ensures market efficiency. At this point, the FBF wishes to draw CESR's attention to the need for a definition of internalisation and a method of calculating standard market size that are technically harmonised to avoid substantial differences in the application of rules between Member States while sufficing to retain the substance of the pre-trade transparency concept.

The FBF wishes to make the following comments about the CESR consultation process:

- The lack of significant and complete figures is detrimental to the case put by CESR in these proposals. A number of technical measures require the Commission to have such figures available for it to be able to calibrate precisely the implementing measures.
- The period of one month earmarked for the consultation is too short, especially given the number of new proposals made by CESR between its first and second consultative paper.
- CESR has reintroduced issues that had already given rise to numerous and convergent positions during the various responses to the first consultative paper.
- Some approaches proposed by CESR clearly seem to be at odds with Level 1 (concept of transaction used instead of order when calculating standard market size, introduction of suitability criteria for credit activities, extension of the best execution obligation to order reception and transmission and to portfolio managers).

SUMMARY OF THE PRINCIPAL COMMENTS

- Level 2 is not required for credit facilities granted to investors in financial instruments.
- The definition of investment advice is confined solely to specific advice.
- The definition of personal recommendation must be based on the client's specific personal circumstances.
- Best execution may apply only to the order execution activities and may not therefore apply to order reception and transmission or to portfolio managers' order transmission activities.
In addition, the concept of best execution is not applicable, nor appropriate for OTC futures contracts.
- The FBF agrees with CESR on the relative importance of the various criteria used to assess best execution.
- The FBF accepts the obligation for a market member to have to justify to retail clients that a criterion is more important than price or cost, provided that this justification is not unduly detailed and may be provided once and for all when the client is informed of its "order execution policy".
- The FBF agrees with CESR on how to establish "order execution policy", but has reservations on the issue of market access costs.
- The FBF agrees with CESR, subject to certain reservations (notably including a reasonable frequency of checks), on how to review "order execution policy".
- The FBF agrees with CESR that market members should be obliged to disclose to clients information regarding order execution venues of which they are direct members, provided this information remains of a general nature.
- The FBF wants CESR to confirm the right of an intermediary not to accept a specific client instrument that conflicts with its own order execution policy.

- With regard to the outline definition of systematic internalisation, the FBF agrees with CESR on the outline definition of “systematic”.
- To define the concept of frequency, the FBF proposes using a single criterion, i.e. a—maximum—percentage of 10% of the volume of client orders executed internally.
- To define “liquid” shares, the FBF proposes using two cumulative criteria, i.e. a free float of at least €2 billion and daily turnover of at least 0.25% of this free float.
- For simplicity’s sake, the FBF proposes defining just three classes of shares.
- To define the standard market size used for each class of shares, the FBF proposes excluding from the calculations certain transactions, which are either for very large or very small amounts and do not reflect the reality of the market.
- With regard to the calculation of the size of orders “bigger than the size customarily undertaken by retail investors”, the FBF proposes a threshold of €5,000.

Chapter 1: General obligation to act fairly, honestly and professionally and in accordance with the best interests of the client (Article 19(1)) – lending to retail clients.

CESR provides for a suitability obligation with regard to credit facilities granted to investors for the specific purpose of acquiring financial instruments. Before granting such a credit facility to an investor, the provider must ensure that the credit facility is suited to the client's needs. This obligation is notably incumbent upon establishments that are allowed to grant only such specific credit facilities in accordance with their articles of association (e.g. investment firms). Multi-capacity banks, on the other hand, will not have to satisfy this obligation when they grant a credit facility for a non-specific use.

For credit facilities granted for a specific use (see page 6 of the consultative paper), the FBF supports the second approach and considers there to be no need for a specific version of Level 2 as proposed in Box 1. Conversely, it replies in the affirmative to question 2.

Chapter 2 The definition of investment advice (Article 4 (1) (4)) – Generic and specific advice

The FBF is reiterating its response to the second CESR mandate. Article 4(1)(4) is very clearly confined to specific advice.

The majority of responses to the previous CESR consultation were in favour of specific advice (and thus against the inclusion of generic advice within the scope of investment advice).

We support this majority viewpoint insofar as the obligation to inform or even to provide advice prior to a sale (when the bank is clearly on the sales side) is not to be confused with the new “investment advice” service, a fully-fledged activity in its own right and remunerated as such, in which the advisor is clearly on the buy side, and whose investment guidance may or may not lead to a recommendation to buy a product or subscribe to a service among those offered by the bank or even by a competitor.

CESR states that it is continuing to work on personal recommendations. The FBF wishes to emphasise to the CESR that the only possible definition of personal recommendation is one based on the client’s specific personal circumstances.

Chapter 3 Best execution (Articles 19(1) and 21)

I.1 - CESR's decision to subject order reception and transmission and portfolio managers' order transmission activities to best execution obligations

CESR is seeking to extend the best execution obligation to order reception and transmission and portfolio managers' order transmission activities.

Against this backdrop, firms receiving and transmitting orders and portfolio managers in respect of their order transmission activities:

- would be obliged to select market members according to objective criteria in clients' interests,
- should inform clients, where applicable, that a group entity has been chosen as market member,
- would have a right and even a duty to examine and conduct a daily check on the order execution policy of the chosen market members.

A. As far as the FBF is concerned, Article 21 may apply only to third-party order execution and may not therefore apply to order reception and transmission activities or to portfolio managers' order transmission activities.

1. From a practical standpoint, Article 21 cannot apply to order reception and transmission activities or to portfolio managers' order transmission activities

The purpose of firms receiving or transmitting orders is not to trade directly on the markets to execute orders. Their role is to transmit to pre-selected "market member" intermediaries orders to buy or sell financial instruments from their clients so that these market members can execute them on the markets.

Neither is the role of third-party portfolio managers in their order transmission activities to trade directly on the markets by executing orders. Acting pursuant to a client mandate, their role is to transmit to pre-selected "market member" intermediaries orders to buy or sell financial instruments so that these market members can execute them on the markets.

2. From a legal standpoint, Article 21 cannot apply to order reception and transmission activities or to portfolio managers' order transmission activities

To justify application of Article 21 to both the activities referred to above, CESR invokes the provisions of Article 19.1 of the directive. This article states that intermediaries providing services to their clients must act fairly and professionally in the best interest of their clients.

There is no legal justification for applying the provisions of Article 21 to order reception and transmission activities or to portfolio managers' order transmission activities because to do so would be at odds with the wording of the directive.

Article 21 of the directive covers order execution and not order reception and transmission or order transmission activities. The article does not refer to intermediaries executing client orders, that is both order execution for third parties and counterparty activities.

This analysis is predicated both on the title of Article 21 and on its contents (Article 21, paragraph 1, which states that investment firms must take “*all reasonable steps to obtain the best possible result for the execution of client orders (...)*”).

The extension of the best execution obligation envisaged by CESR runs counter to the provisions of Article 21. The Level 2 implementing measures laid down by CESR cannot take precedence over the wording of the directive.

In this respect, and from a general standpoint, when the directive seeks to impose obligations on all financial intermediaries, it states so explicitly in the text. Article 19 provides a perfect example of this because it obliges all financial intermediaries to follow good conduct of business rules when providing investment services to clients. In this respect, it is logical to consider firms receiving and transmitting orders and portfolio managers in respect of their order transmission activities as covered by Article 19 of the directive.

B. Not all the obligations imposed by CESR on firms receiving and transmitting orders and portfolio managers are justified

1. In the FBF's opinion, obliging firms receiving and transmitting orders and portfolio managers to examine and control on a daily basis the order execution policy of the market member is unacceptable because it would represent a confusion of the roles and responsibilities between intermediaries.

In the FBF's opinion, it is legitimate to oblige firms receiving and transmitting orders and portfolio managers to select on the basis of objective criteria the market members that have implemented an effective “order execution policy”.

This said, this obligation cannot justify the following two constraints envisaged by CESR. The roles and thus responsibilities of the market members, on the one hand, and firms receiving and transmitting orders and portfolio managers, on the other hand, should not be confused.

- a) *Firms receiving and transmitting orders and portfolio managers should not become involved in the daily activities of market members.*

In return, they should not have to take responsibility for any potential errors in place of the market member.

- b) *Firms receiving and transmitting orders and portfolio managers should not influence the membership policy of the market member*

It is not the role of a firm receiving and transmitting orders or a portfolio manager to decide, in the place of the market member, on the choice of execution venue for client orders. Neither should it have to take responsibility for the implications of this choice.

Admittedly, within a retail banking network, the interests of the entity receiving and transmitting orders (the network) and the market member will usually converge in this respect. But ultimate responsibility for the choice of execution venues used must rest with the market member itself. In this respect, the market member should be able to refuse to become a member of a particular market if this refusal is justified on objective grounds (for instance, if market access costs are very high or if the number of orders to be executed on this market is very low).

Conversely, the FBF recognises that a client may legitimately ask the firm receiving and transmitting his orders or his portfolio manager to inform him of the order execution policy of the selected market members.

2. The FBF recognises on the other hand that both the obligations imposed by CESR on firms receiving and transmitting orders and portfolio managers form part of their professional obligations.

a) *In the FBF's opinion, the obligation to select market members according to objective criteria serving the client's interests forms part of the professional obligations of firms receiving and transmitting orders and portfolio managers.*

To protect clients' interests, only market members whose professionalism is recognized should be selected. In France, this obligation already exists for portfolio managers and for firms receiving and transmitting orders.

b) *In the FBF's opinion, the obligation to inform the client that a group entity has been selected (possibly with external entities) as a market member also forms part of the professional obligations of firms receiving and transmitting orders and portfolio managers.*

Nonetheless, the FBF wishes to make two observations:

- stating the name of the chosen market member or members seems legitimate, whether or not these market members belong to the same group as the firm receiving and transmitting orders or portfolio manager.
- CESR justifies this obligation on the possible existence of a conflict of interest. For the FBF, there is no reason to suspect from the outset the selection by a firm receiving and transmitting orders (or a portfolio manager) of a market member belonging to the same group provided that this market member has been selected on account of its professionalism.

I.2 – CESR's proposals concerning the relative importance of various best execution criteria

A. The FBF agrees with CESR on how to determine the relative importance of the various best execution criteria

The FBF agrees with CESR that determining the relative importance of the various criteria for best execution involves taking account of client categories, the types of orders undertaken and the execution venues chosen.

The FBF also agrees with CESR that determining the relative importance of these criteria should be left to the discretion of the intermediary with market membership provided that the latter acts in the client's interest and the information provided to the client is clear and complete.

B. The FBF accepts the obligation for a market member to justify to a retail client that a criterion is more important than price or cost, provided that this justification does not have to be unduly detailed and may be provided once and for all when the client is informed about its order execution policy.

When an intermediary with market membership acts on behalf of a retail client and believes a criterion to be more than price or cost, CESR intends to oblige the intermediary to state so to the client and to provide justification.

The FBF recognises that price and cost are very important criteria and may often predominate for retail clients, and so it is legitimate to ask a market member to state to its client upon the execution of a given order, for instance, that it believed a criterion other than

price or cost to be predominant (for instance, the speed of order execution or the high liquidity offered by a particular market).

This said, the FBF wishes to clarify two points. Firstly, the obligation to inform and justify to clients should not be unduly cumbersome or enter into technical details. Consequently, the justification that the market member has to provide to its client must not prompt it to have to make detailed comparisons between markets (e.g. comparing their respective degrees of liquidity).

Secondly, from a practical standpoint, it is physically impossible for a market member to satisfy this obligation on a transaction-by-transaction basis. Moreover, it would be prohibitively costly for it and thus for the client. The market member must be able to satisfy this obligation earlier on and once and for all, when it informs its client about its order execution policy, provided that the client approves this policy prior to the beginning of their relationship. The market member must be authorised to state in its order execution policy that it reserves the right, for instance, to execute its clients' orders on a market giving rise to high transaction costs if it considers that the market is more liquid and makes for more rapid execution of orders.

I.3 – Implementation and review of “order execution policy” by the market member

A. The FBF agrees with CESR on how order execution policy should be established, but has reservations about the issue of market access costs.

The FBF agrees with CESR on the various factors that the market member may take into account when selecting a particular order execution venue (e.g. rapidity, quality of service, market spreads, trading volume). The FBF is also satisfied that the CESR recognises that market members should have the option of taking into account other criteria, provided that they are selected objectively.

Conversely, the FBF does not agree with CESR on the specific issue of access costs for an execution venue. CESR recognises that this represents a legitimate selection criterion, but considers that an intermediary seeking to avoid paying high market membership costs and thus passing them onto the client may overcome this dilemma by using the services of a local market member. The FBF does not share this point of view. Using a local market member will incur expenses for the French intermediary and thus the aggregate cost of the transaction for the client will include the intermediary's own charge and the cost of the service offered by the local market member, which is passed on by the French intermediary.

B. The FBF agrees with CESR, subject to certain reservations, on how to review “order execution policy”.

The FBF is satisfied that CESR should leave to the market member's discretion how to review order execution policy (provided, of course, that the review is conducted objectively).

In addition, the FBF agrees with CESR's view that order execution policy should be revised once every year.

Conversely, the FBF does not want CESR to make it obligatory for intermediaries to conduct unduly frequent checks on their order execution policy because this would give rise to additional costs without any real benefit for clients. In this respect, having to schedule checks less than 12 months apart seems excessive for measuring the respective performance of markets unless of course there is a significant change in the regulatory or market environment during said period (for instance, if a new execution venue is set up during the period and very rapidly wins a large proportion of liquidity from existing execution venues).

C. The FBF agrees with CESR that market members should be obliged to disclose to clients information about the order execution venues of which they are direct members, provided that this information remains of a general nature.

The FBF agrees with CESR that market members should be obliged to disclose to clients information about the order execution venues of which they are direct members.

This said, the FBF considers that only information of a general nature should be covered by this obligation. For instance, it may comprise the name of the markets (service agreements usually provide for this already in many cases), the characteristics of these markets (their liquidity, the level of security that they provide investors in terms of execution and settlement-delivery of transactions, etc.). Conversely, the disclosure of more specific information (e.g. access costs for markets, operating rules on these markets) should not be envisaged in the FBF's opinion, for both logistical and business reasons.

D. The FBF wants CESR to confirm the right of an intermediary not to accept a specific client instruction that conflicts with its own order execution policy

The FBF does not want an intermediary to be obliged to accept a specific client instruction that runs counter to the order execution policy that it has implemented.

The FBF believes the terms used by CESR (e.g. in box 4 on page 35) lead in this direction. CESR should confirm this point.

If the intermediary agrees to execute a specific client instruction that is at odds with its order execution policy, the FBF agrees with CESR in envisaging that the intermediary should warn its client about the specific risks that would be incurred by the client and about the possibility that the intermediary may not be able to fulfil its best execution obligation. In this scenario, the FBF agrees that the client instruction would be executed at the sole risk of the client.

I.4 – In the FBF’s opinion, the best executive obligation is neither applicable nor appropriate for OTC futures contracts

A. In the FBF’s opinion, the best executive obligation is not applicable to OTC futures contracts

1. Execution of an order implies that a client order is being executed on the basis of a mandate granted at the outset

a) *Under the directive, for best execution to apply, an order must be executed*

This derives from both the very title of Article 21 (“Obligation to execute orders on terms most favourable to the client”) and its contents, since it goes on to state in paragraph 1 that investment firms “*must take all reasonable steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients (...)*”.

Where the directive seeks to extend obligations to cover all investment services, it states so explicitly. This notably applies in Article 19, which lays down “Conduct of business obligations when providing investment services to clients”. It is not therefore by chance that the restriction on best execution applies only to the execution of orders.

b) *Execution of an order implies that the client has given a mandate to the investment services provider*

From a legal standpoint, an order is a mandate given by a client to an investment services provider to buy or sell a financial instrument (security or contract). From the outset, the client contacts the investment services provider in its capacity as a market intermediary (since the client is unable to trade directly on the markets upon which these financial instruments are traded).

c) *Accordingly, orders may be executed in one of two situations*

- The investment services provider executes the order acting as an intermediary, i.e. it buys (or sells) the financial instrument on a Regulated Market or an MTF or by finding an order matching the client order in reverse;
- The investment services provider adopts the opposite position to execute the order, i.e. it buys (or sells) the financial instrument that the client holds in his portfolio. This is known as a counterparty trade. In this scenario, the initial mandate is converted into a sales contract.
 - In both instances, there is a mandate at the outset, followed ultimately by execution of the order;
 - The service provider has been called upon to act as an intermediary and not as a counterparty for the transaction (in the usual meaning of the term on over-the-counter markets).

d) *This concept of order execution is thus broader than third-party order execution investment service*

Order execution may thus actually comprise two investment services, depending on how the order is executed.

It covers the execution of orders on behalf of clients when the investment services provider executes the order as an intermediary (“Execution of orders on behalf of clients means acting to **conclude agreements to buy or sell** one or more financial instruments”).

on behalf of clients”), as well as the proprietary trading service when it executes the order by acting as the counterparty (“Dealing on own account means trading against proprietary capital resulting in the conclusion of transactions in one or more financial instruments”).

2. Where a client wishes to trade OTC futures contracts, there is no execution of an order based on a mandate granted at the outset

Where a client wishes to enter into a transaction for an OTC derivative product with an investment services provider, he knows from the outset that he will deal with the investment services provider as counterparty owing to the pre-eminence of individual characteristics (*intuitu personae*) with such transactions (counterparty risk, etc.). Put another way, no order is given, but a desire is expressed to enter into an agreement with the investment services provider. Where no order is given, no order can be executed, and thus there can be no best execution within the meaning of Article 21 of the directive.

B. In the FBF’s opinion, the best execution obligation is not appropriate for OTC futures contracts

1. Best execution implies comparability of prices and costs incurred by the client, which seems very hard to apply to over-the-counter transactions

The best execution obligation implies that the best possible result must be sought for the client—a criterion assessed based on the criteria of price and cost, as well as on qualitative criteria (speed and likelihood of execution and settlement, see Article 21.1 of the directive).

To this end, investment services providers must have an order execution policy (Article 21.2), which must include information about the various systems on which the firm executes its clients’ orders and the factors influencing the choice of execution venue and encompass the systems delivering the best possible result (Art. 21.3).

The best execution obligation thus relies notably on a comparison of prices and costs incurred by the client, which implies that these may be compared, and thus, secondly, on knowledge of the items for comparison.

For prices and costs to be comparable, the services provided must be identical. In practice, this applies only to standard transactions in standardised products between parties (the service provider and its client) whose nature and circumstances have no bearing. The best execution obligation cannot thus reasonably apply to made-to-measure services and/or services performed on an *intuitu personae* basis and/or services for which the firm’s credit quality enters into the equation. On the other hand, two services or products that do not exist on the market and are assembled on an *ad hoc* basis are not comparable. Put another way, comparability is not feasible for customised or personalised services.

In other words, assuming comparability of prices and knowledge of the items for comparison, the obligation to deliver the best possible execution may without any difficulty apply to negotiable securities because they are fungible. Conversely, this obligation may apply to contracts, i.e. futures contracts (option contracts, futures contracts, swap contracts) only insofar as these contracts are sufficiently standardised to be comparable.

2. Clients are still protected

If best execution, as provided for in Article 21 of the directive, does not apply, clients still do not lack protection because general contract rules and conduct rules laid down in Article 19 of the directive are applicable in any case. Investment firms must act fairly, honestly and professionally in the best interests of clients.

Chapter 4: Market Transparency

I. SYSTEMATIC INTERNALISATION (Article 27 of the directive)

I.1 – The outline definition of systematic internaliser

A. The FBF agrees with CESR on the general outline of the concept of “systematic”

The FBF agrees with CESR when it states that this term covers both automated (i.e. computer) and unautomated systems, such as telephone-based systems, provided that they are used structurally by intermediaries to accept client orders.

B. To define the concept of “frequency”, the FBF proposes using a single criterion, i.e. a maximum percentage of 10% of the volume of client orders executed internally.

1. CESR’s proposal (Box 1 page 40)

According to CESR, an intermediary would be considered to be a systematic internaliser:

- if it executes internally over 20% of its volume of client orders,
- or if the client orders executed internally represent, for a given share, over 0.5% of the annual volume traded in its reference market.

2. The FBF’s proposal

In the FBF’s opinion, the second alternative selected by CESR to extend the scope of the systematic internaliser concept may not have the desired effect. Very few, if any intermediaries seem to be in a position to reach the required threshold of 0.5%. For instance, a financial intermediary with market share of 7.5% in a given share (already a high threshold) will have to internalise at least 7% of its orders for this share for it to be regarded as a systematic internaliser.

The FBF thus proposes:

- simplifying CESR’s proposal and defining the concept of frequency based solely on the criterion of the percentage of the volume of client orders executed internally, which represents a highly objective criterion,
- lowering the threshold proposed by CESR, to ensure that the concept of systematic internaliser does not remain a “hollow shell”, which is not the desired effect. Very few intermediaries seem to envisage internalising 20% of their client orders. The FBF thus proposes using a maximum percentage of 10%.

I.2 – To define “liquid” shares, the FBF proposes using two cumulative criteria, i.e. a free float of at least €2 billion and daily turnover of at least 0.25% of this free float.

1. CESR’s proposal (Box 2 page 43)

According to CESR, a share should be considered as “liquid” when it satisfies all three of the following criteria:

- it is traded on a daily basis,
- it has a free float of at least €1 billion,
- it meets one of the following two criteria, to be chosen freely by each Member State:
 - *the daily average number of trades is at least 500, or
 - *daily turnover in the share is over €2 million.

2. The FBF’s proposal

Generally speaking, the FBF considers that giving Member States the option of choosing one of the criteria should be avoided because this represents a barrier to EU-wide harmonisation.

More specifically, the FBF considers that of the criteria adopted by CESR, free float and average daily turnover are highly objective criteria for calculating the liquidity of a share.

The FBF proposes defining as “liquid” shares only those stocks that fulfil both the following two criteria:

- a free float of at least €2 billion (above the threshold proposed by CESR),
- an average daily turnover of at least 0.25% of their free float.

In the FBF’s opinion, the advantage of using these twin criteria and the proposed amount and percentage (i.e. €2 billion and 0.25%) is that they restrict the concept of liquid shares to those listed for trading in the leading national and European indices (e.g. the CAC 40, DAX 30 and FTSE 100). These are the only shares whose liquidity cannot be questioned. In addition, only these shares are, in practice, likely to be handled “internally” because they may generate high volumes for internalisers.

I.3 - For simplicity’s sake the FBF proposes defining just three classes of shares

1. CESR’s proposal

CESR proposes defining a large number of “share classes”:

- up to €100,000, one class of shares per €10,000 band,
- one class of shares per €20,000 band above €100,000.

2. The FBF’s proposal

In the FBF’s opinion, the creation of such a large number of share classes carries a major disadvantage, i.e. the potentially very limited number of shares belonging to each class.

For instance, based on calculations for the 228 shares with the largest market capitalisation in the euro zone, Switzerland and the UK, fewer than 15% of shares would belong to classes of share with a standard market size of over €50,000, which would thus detract from the appeal of these share classes.

In addition, the creation of a large number of share classes would result in an additional administrative burden for Member States and intermediaries owing to the periodic revisions desired by CESR.

The FBF proposes defining just three share classes:

- one share class for shares with a standard market size of less than €10,000
- one share class for shares with a standard market size of between €10,000 and €50,000
- one share class for shares with a standard market size of over €50,000.

I.4 – To define the standard market size for each share class, the FBF proposes excluding from calculations certain either very large or very small transactions that do not reflect the reality of the market

For each share class, the directive states that the “standard market size” comprises a size representative of the arithmetic average value of orders executed in the market for shares belonging to this class. Certain transactions regarded as not reflecting the daily reality of the markets are excluded from the calculations.

1. CESR’s proposal

Based on the provisions contained in the directive, CESR proposes excluding from calculations of the standard market size for each share transactions exceeding certain limits:

- €500,000 for highly liquid shares,
- €400,000 for shares with slightly above-average liquidity,
- €250,000 for stocks with slightly below-average liquidity,
- €100,000 for shares with limited liquidity.

In CESR’s opinion, these represent minimum thresholds that Member States are entitled to increase.

2. The FBF’s proposal

Like CESR, the FBF wishes to exclude from calculations of standard market size transactions exceeding certain limits.

The FBF has proposed defining three share classes. The FBF thus proposes a limit for each of these three share classes. For each class of shares, transactions with a value exceeding this threshold will not be taken into account for the purpose of calculating standard market size. These thresholds are as follows:

- transactions with a value in excess of €500,000 for highly liquid shares.
- transactions with a value in excess of €300,000 for shares with average liquidity.
- transactions with a value in excess of €100,000 for shares with limited liquidity.

The FBF also proposes excluding transactions for a single share from calculations of standard market size, which, like those referred to above, do not reflect the daily reality of the market.

Lastly, the FBF does not want upward revisions in these limits by Member States to be allowed.

I.5 - Determining the size of orders “of a size bigger than the size customarily undertaken by a retail investor”

Systematic internalisers have the option of improving the prices offered to their professional clients provided notably that the orders undertaken by these professional clients are “of a size bigger than the size customarily undertaken by a retail investor”.

According to CESR, the size of orders “customarily undertaken by a retail investor” is €7,500.

The FBF proposes a slightly lower level of €5,000.

I.6 – Pre-trade transparency exemptions (Box 3 page 54)

With regard to paragraphs 79 and 80, we note that contrary to their title, these two paragraphs relate solely to the withdrawal of quotes.

Furthermore, we note that these two paragraphs relate to voluntary quote withdrawals. They do not therefore cover cases of *force majeure*. Nonetheless, it would have been helpful for CESR to issue its opinion on a decision no longer to display quotes. We would like to have confirmation that this should be seen as reflecting CESR’s desire to retain some degree of flexibility in the quoting of certain shares, by permitting only one end of the spread, i.e. the buy or sell end, to be quoted.



Paris, le 31 mars 2005

Mesures d'Exécution de la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers

Aspects of the definition of Investments Advice and of the general obligation to act fairly, honestly and professionally in the best interest of clients

*Best Execution
Market transparency
Second consultation paper (March 2005)*

INTRODUCTION

La Fédération Bancaire Française (FBF) a largement participé aux différentes consultations de CESR sur les mesures d'exécution de la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF).

Ce second mandat pose des questions fondamentales concernant les mesures d'exécution de la directive MIF. La FBF considère que la directive a trouvé un juste équilibre entre la « best execution », la transparence entre systèmes d'exécution et la concurrence entre eux.

Il convient que le niveau 2 maintienne cet équilibre et suive rigoureusement le niveau 1 en ce qui concerne le champ d'application de la Best execution. La FBF souligne l'importance pour CESR de trouver un bon équilibre entre des règles qui protègent légitimement les investisseurs mais ne fixent pas des barrières d'entrée réglementaires qui remettraient en cause la diffusion des instruments financiers auprès des investisseurs individuels. Sur ce point, on constate d'ailleurs qu'un nombre important de réponses reçues par CESR soutenait cette position.

La FBF fait par ailleurs des propositions concrètes et pratiques concernant la « pre trade transparency » et la définition de l'internalisation systématique qui correspondent à l'équilibre trouvé par la directive. Les dispositions qui seront retenues par CESR doivent maintenir un niveau de transparence pré négociation et post négociation qui assure l'efficacité des marchés. A ce stade, la FBF attire l'attention de CESR sur la nécessité d'avoir une définition de l'internalisation et un mode de calcul de la « standard market size » qui soient, d'une part, techniquement harmonisés pour ne pas faire apparaître des différences substantielles dans l'application des règles entre les Etats membres et, d'autre part, suffisante pour garder une réalité à la notion de transparence pré négociation.

La FBF formule les observations suivantes concernant le processus de consultation CESR :

- L'absence de chiffres significatifs et complets nuit à l'argumentation de CESR dans ces propositions. Un certain nombre de mesures techniques nécessitent que la Commission dispose de ces chiffres pour calibrer exactement les mesures d'application.
- La période d'un mois laissée à la consultation est trop courte surtout si l'on tient compte du nombre des nouvelles propositions faites par CESR entre son premier document de consultation et le second.
- CESR a réintroduit des sujets qui avaient déjà fait l'objet de positions nombreuses et convergentes lors des différentes réponses à la première consultation.
- Certaines approches proposées par CESR semblent clairement en contradiction avec le niveau 1 (notion de transaction utilisée au lieu d'ordre dans le calcul de la taille standard de marché, l'introduction d'une exigence de « suitability » pour les activités de crédit, l'extension de l'obligation de best execution aux RTO, aux gestionnaires de portefeuille).

RESUME DES OBSERVATIONS PRINCIPALES

- Il n'y a pas besoin de niveau 2 pour les prêts consentis aux investisseurs en instruments financiers.
- La définition du conseil en investissement se limite au conseil spécifique.
- La définition de la « personal recommendation » doit être fondée sur la situation particulière et personnelle du client.
- La « best execution » ne peut s'appliquer qu'à l'activité d'exécution d'ordres et ne peut donc s'appliquer à l'activité de réception, transmission d'ordres, ni à l'activité de transmission d'ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille.
Par ailleurs, la notion de Best execution n'est ni applicable, ni adaptée aux instruments financiers à terme (IFT) de gré à gré.
- La FBF est d'accord avec CESR sur les modalités concernant l'importance relative des différents critères de la « best execution ».
- La FBF accepte l'obligation pour un membre de marché de justifier au client « retail » qu'un critère est plus important que le prix ou le coût, mais à la condition que cette justification ne soit pas trop détaillée et puisse être fournie une fois pour toutes, lors de l'information du client sur sa « politique d'exécution des ordres ».
- La FBF est d'accord avec CESR sur les modalités d'établissement de la « politique d'exécution des ordres », mais émet des réserves sur la question des coûts d'accès aux marchés.
- La FBF est d'accord avec CESR, sous certaines réserves (incluant notamment une fréquence des contrôles raisonnable), sur les modalités de revue de la « politique d'exécution des ordres ».
- La FBF est d'accord avec CESR pour obliger les membres de marché à transmettre aux clients des informations sur les systèmes d'exécution des ordres dont ils sont directement membres, dès lors que ces informations restent générales.

- La FBF souhaite que CESR confirme le droit d'un intermédiaire de ne pas accepter une instruction spécifique du client qui entre en conflit avec sa propre politique d'exécution des ordres.
- Concernant les contours de la définition de l'Internalisation Systématique, la FBF est d'accord avec CESR sur les contours de la notion de « systématique ».
- Pour définir la notion de « fréquence », la FBF propose de retenir un critère unique : un pourcentage – maximum – de 10 % du volume des ordres des clients exécutés en interne.
- Pour définir les valeurs « liquides », la FBF propose de retenir deux critères cumulatifs : un « flottant » d'au moins 2 milliards d'Euros et un volume quotidien traité d'au moins 0,25 % du montant de ce « flottant ».
- La FBF propose, dans un but de simplicité, de définir seulement trois « classes d'actions ».
- Pour définir la « taille standard de marché » pour chaque classe d'actions, la FBF propose d'écarter de la base de calcul certaines transactions, d'un montant très élevé ou d'un montant très bas, qui ne reflètent pas la réalité du marché.
- Concernant la détermination du montant des ordres « d'une taille supérieure aux ordres normalement donnée par les investisseurs retail », la FBF propose un seuil de 5000 Euros.

Chapter 1 : General Obligation to act fairly, honestly and professionally and in accordance with the best interests of the client (article 19(1)) – lending to retail clients.

CESR prévoit une obligation de « suitability » pour les prêts consentis aux investisseurs pour lui permettre d'acquérir des instruments financiers : avant de consentir un tel prêt affecté à un investisseur, le prestataire doit s'assurer que ce prêt est adapté à ses besoins. Cette obligation s'impose plus particulièrement aux établissements qui n'ont statutairement la possibilité de ne faire que du crédit affecté (par exemple, les EI). Les banques multicapitales, en revanche, n'auront pas à supporter cette obligation lorsqu'elles consentiront un crédit non affecté.

Pour ce qui concerne le crédit affecté (cf. page 6 du document de consultation), la FBF souscrit à la seconde approche, et considère qu'il n'y a pas besoin de déclinaison spécifique de niveau 2 comme celle proposée dans la Box 1. En revanche elle répond positivement à la question 2.

Chapter 2 the définition of investment advice (Article 4 (1) (4)) – generic and specific advice
--

La FBF réitère sa réponse faite lors du second mandat de CESR; L'article 4(1) (4) se limite très clairement au conseil spécifique.

Sur ce sujet, la majorité des réponses à la consultation précédente de CESR est en faveur du conseil spécifique (donc défavorable à l'inclusion de conseil générique dans le périmètre du Conseil en investissement).

Nous soutenons ce courant majoritaire dans la mesure où il ne faut en effet pas confondre l'obligation d'information voire de conseil préalable à une vente (où la banque est clairement côté vendeur) avec le nouveau service de « investment advice » qui est un métier à part entière, rémunéré à ce titre, dans lequel le conseiller est clairement côté acheteur, et dont les recommandations patrimoniales peuvent, ou non, aboutir à une préconisation d'achat d'un produit ou de souscription d'un service, parmi ceux proposés par la banque ou même chez un concurrent.

En ce qui concerne les « Personal recommendations » CESR précise qu'il continue d'y travailler.

La FBF souhaite cependant souligner à CESR qu'il ne peut y avoir une définition de la « Personal recommendation » que fondée sur la situation particulière et personnelle du client.

Chapter 3 Best execution (Articles 19(1) and 21)

I.1 - La soumission par CESR des récepteurs/transmetteurs d'ordres et des gestionnaires de portefeuille pour leur activité de transmission d'ordres à l'obligation de « best execution »

CESR souhaite étendre l'obligation de « best execution » aux récepteurs/transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille au titre de leur activité de transmission d'ordres.

Dans ce cadre, les récepteurs/transmetteurs d'ordres et les gestionnaires de portefeuille au titre de leur activité de transmission d'ordres :

- seraient obligés de sélectionner les membres de marché en fonction de critères objectifs qui servent les intérêts des clients,
- devraient informer les clients, si tel est le cas, qu'une entité du groupe a été choisie comme membre de marché,
- auraient un droit et même un devoir d'examen et de contrôle quotidien de la politique d'exécution des ordres des membres de marché choisis.

A. Pour la FBF, l'article 21 ne peut s'appliquer qu'à l'activité d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et ne peut donc pas s'appliquer à l'activité de réception/transmission d'ordres ni à l'activité de transmission d'ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille

1. D'un point de vue pratique, l'article 21 ne peut pas s'appliquer à l'activité de réception/transmission d'ordres ou à celle de transmission des ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille

Les récepteurs/transmetteurs d'ordres n'ont pas pour fonction d'intervenir directement sur les marchés pour « exécuter » des ordres. Leur rôle est de transmettre à des intermédiaires « membres de marché » qu'ils ont préalablement sélectionnés, les ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers émanant de leur clientèle, afin que ces membres de marché les « exécutent » sur les marchés.

Les gestionnaires de portefeuille pour compte de tiers, au titre de leur activité de transmission d'ordres, n'ont pas non plus pour fonction d'intervenir directement sur les marchés pour « exécuter » des ordres. Agissant en vertu d'un mandat de leur clientèle, leur rôle est de transmettre à des intermédiaires « membres de marché » qu'ils ont préalablement sélectionnés, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers, afin que ces membres de marché les « exécutent » sur les marchés.

2. D'un point de vue juridique, l'article 21 ne peut pas s'appliquer à l'activité de réception/transmission d'ordres ou à celle de transmission des ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille

Pour justifier l'application de l'article 21 aux deux activités mentionnées, CESR se fonde sur les dispositions de l'article 19.1 de la directive. Cet article indique que les intermédiaires qui fournissent des services à leurs clients doivent agir d'une manière équitable et professionnelle, qui serve au mieux les intérêts de ces clients.

Or, l'application de l'article 21 à l'activité de réception/transmission d'ordres et à celle de transmission des ordres dans le cadre de la gestion de portefeuille est juridiquement infondée, parce qu'elle est contraire au texte même de la directive.

En effet, l'article 21 de la directive concerne l'activité d'exécution d'ordres et non les activités de réception/transmission d'ordres ou de transmission d'ordres. ». Ne sont donc visés par ce texte que les intermédiaires qui exécutent les ordres de clients, ce qui recouvre à la fois l'activité d'exécution d'ordres pour le compte de tiers et l'activité de contrepartie.

Cette analyse est fondée à la fois sur l'intitulé de l'article 21 et sur son contenu (article 21, paragraphe 1 : les entreprises d'investissement doivent prendre « *toutes les mesures raisonnables pour obtenir lors de l'exécution des ordres le meilleur résultat possible pour leurs clients (...)* »).

L'extension envisagée par CESR de l'obligation de « best execution » contrevient donc aux dispositions de l'article 21. Or, les dispositions d'application de niveau 2 édictées par CESR ne peuvent outrepasser le texte de la directive.

A cet égard, et de manière générale, lorsque la directive souhaite imposer des obligations à l'ensemble des intermédiaires financiers, elle l'indique explicitement dans le texte. L'article 19, justement, peut être pris en exemple, car il soumet l'ensemble des intermédiaires financiers à des règles générales de bonne conduite lorsqu'ils fournissent des services d'investissement à des clients. A cet égard, justement, il est logique de considérer que les récepteurs/transmetteurs d'ordres et les gérants de portefeuille au titre de leur activité de transmission d'ordres sont soumis à l'article 19 de la directive.

B. Toutes les obligations imposées par CESR aux récepteurs/transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille ne sont pas justifiées

1. Pour la FBF, l'obligation imposée aux récepteurs/transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille d'examiner et de contrôler quotidiennement la politique d'exécution des ordres du membre de marché n'est pas acceptable car elle constituerait un mélange des rôles et des responsabilités entre les intermédiaires

Pour la FBF, il est légitime d'obliger les récepteurs/transmetteurs d'ordres et les gestionnaires de portefeuille à sélectionner, sur la base de critères objectifs, les membres de marché qui ont mis en place une « politique d'exécution des ordres » efficiente.

Toutefois, cette obligation ne peut justifier les deux contraintes suivantes envisagées par CESR. En effet, il faut éviter un mélange des rôles, et donc des responsabilités entre, d'une part, les membres de marché, d'autre part, les récepteurs/transmetteurs d'ordres et les gestionnaire de portefeuille.

- a) *Le récepteur/transmetteur d'ordres et le gestionnaire de portefeuille n'ont pas à intervenir sur l'activité quotidienne des membres de marché*

En contrepartie, ils n'ont pas à assumer, à la place du membre de marché, une éventuelle faute de sa part.

- b) *Le récepteur/transmetteur d'ordres et le gestionnaire de portefeuille n'ont pas à influencer la politique de « membership » du membre de marché*

Le rôle d'un récepteur/transmetteur d'ordres et d'un gestionnaire de portefeuille n'est pas de décider, à la place du membre de marché, du choix du système d'exécution des ordres de la clientèle, ni d'assumer les conséquences de ce choix.

Certes, au sein d'une banque à réseau, les intérêts du récepteur/transmetteur d'ordres (le réseau) et du membre de marché convergeront souvent sur ce point. Mais la responsabilité, en dernier ressort, du choix des systèmes d'exécution utilisés doit être laissée au membre de marché lui-même. A cet égard, le membre de marché doit pouvoir refuser de devenir membre de tel ou tel marché si ce refus est justifié de manière objective (par exemple, si les coûts d'accès à ce marché sont très élevés, ou encore si le nombre d'ordres à exécuter sur ce marché est très faible).

En revanche, la FBF reconnaît qu'un client peut légitimement demander à son récepteur/transmetteur d'ordres ou à son gestionnaire de portefeuille de l'informer de la politique d'exécution des ordres des membres de marché qui ont été choisis.

2. La FBF reconnaît en revanche que deux obligations imposées par CESR aux récepteurs/transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille font partie de leurs obligations professionnelles

a) *Pour la FBF, l'obligation de sélection des membres de marché selon des critères objectifs qui répondent aux intérêts du client fait partie des obligations professionnelles des récepteurs/transmetteurs d'ordres et des gestionnaires de portefeuille*

En effet, afin de préserver les intérêts des clients, il faut sélectionner les seuls membres de marché dont le professionnalisme est reconnu. En France, cette obligation existe déjà pour les gestionnaires de portefeuille et pour les récepteurs/transmetteurs d'ordres.

b) *Pour la FBF, l'obligation d'informer le client qu'une entité du groupe a été choisie (éventuellement avec des entités extérieures) comme membre de marché fait également partie des obligations professionnelles des récepteurs/transmetteurs d'ordres et des gestionnaires de portefeuille*

La FBF a néanmoins deux observations :

- l'indication du nom du ou des membres de marchés choisis semble légitime, que ces membres de marché fassent ou non partie du groupe du récepteur/transmetteur d'ordres ou du gestionnaire de portefeuille,
- CESR fonde cette obligation sur l'existence possible d'un « conflit d'intérêt ». Pour la FBF, il n'y a pas de raison de suspecter *a priori* l'hypothèse de la sélection, par un récepteur/transmetteur d'ordres (ou un gestionnaire de portefeuille), d'un membre de marché appartenant au même groupe que lui, dès lors que ce membre de marché a été choisi en raison de son professionnalisme.

I.2 - Les propositions de CESR concernant l'importance relative des différents critères de la « best execution »

A. La FBF est d'accord avec CESR sur les modalités de détermination de l'importance relative des différents critères

La FBF est d'accord avec CESR pour dire que la détermination de l'importance relative des différents critères de la « best execution » implique de tenir compte des types de clientèle, des types d'ordres donnés et des systèmes d'exécution choisis.

La FBF est également d'accord avec CESR pour dire que la détermination de l'importance relative de ces critères doit être laissée à la discrétion de l'intermédiaire membre de marché, dès lors que ce dernier agit avec le souci de l'intérêt du client et que l'information donnée à celui-ci est claire et complète.

C. La FBF accepte l'obligation pour un membre de marché de justifier au client « retail » qu'un critère est plus important que le prix ou le coût, mais à la condition que cette justification ne soit pas trop détaillée et puisse être fournie une fois pour toutes, lors de l'information du client sur sa « politique d'exécution des ordres »

Lorsqu'un intermédiaire membre de marché agit pour le compte d'un client « retail », et qu'il estime qu'un critère est plus important que le prix ou le coût, CESR souhaite imposer à l'intermédiaire de l'indiquer au client et de lui en apporter la justification.

La FBF reconnaît que le prix et le coût sont des critères très importants, et même souvent prédominants pour les clients particuliers, et donc qu'il est légitime de demander à un membre de marché d'indiquer à son client qu'il a estimé, lors de l'exécution de tel ordre par exemple, qu'un critère autre que le prix ou le coût était prédominant (par exemple, la rapidité d'exécution de l'ordre ou encore la forte liquidité offerte par tel ou tel marché).

Toutefois, la FBF souhaite apporter deux précisions. En premier lieu, cette obligation d'information et de justification ne doit pas être trop lourde et entrer dans des détails techniques. Ainsi, la justification que le membre de marché doit fournir à son client ne doit pas le conduire à devoir détailler les éléments de comparaison entre les marchés (par exemple, les degrés de liquidité comparés entre les marchés).

En second lieu, d'un point de vue pratique, il est matériellement impossible pour un membre de marché de remplir cette obligation transaction par transaction. Au demeurant, cela serait beaucoup trop coûteux pour lui, et donc pour le client. Cette obligation doit pouvoir être remplie par le membre de marché en amont, une fois pour toutes, lors de l'information fournie par le membre de marché sur sa politique d'exécution des ordres, étant entendu que le client doit donner son accord sur cette politique avant leur entrée en relations. Le membre de marché doit être habilité à indiquer dans sa politique d'exécution des ordres qu'il se réserve le droit, par exemple, d'exécuter les ordres de ses clients sur un marché occasionnant des coûts de transaction élevés s'il considère que ce marché est plus liquide et permet une exécution plus rapide des ordres.

I.3 - La mise en place et la revue de la « politique d'exécution des ordres » par le membre de marché

A. La FBF est d'accord avec CESR sur les modalités d'établissement de la « politique d'exécution des ordres », mais émet des réserves sur la question des coûts d'accès aux marchés

La FBF est d'accord avec CESR sur les différents facteurs que le membre de marché pourrait prendre en compte pour choisir tel ou tel système d'exécution des ordres (ex : la rapidité, la qualité du service fourni, les fourchettes du marché, le volume traité, ...). La FBF est également satisfaite que CESR reconnaisse aux membres de marché la faculté de prendre en compte d'autres critères, dès lors qu'ils sont choisis objectivement.

En revanche, La FBF n'est pas d'accord avec CESR sur la question spécifique des coûts d'accès à un système d'exécution. CESR reconnaît qu'il s'agit d'un critère légitime de sélection, mais considère qu'un intermédiaire qui souhaite éviter de payer des frais d'adhésion élevés à un marché, et donc de les faire supporter au client, peut résoudre cette difficulté en utilisant les services d'un membre de marché local. La FBF ne partage pas ce point de vue. En effet, le recours à un membre de marché local occasionnera des frais à l'intermédiaire français, et en conséquence, le coût global de l'opération pour le client englobera à la fois la rémunération propre de l'intermédiaire et le coût du service offert par le membre de marché local, répercuté par l'intermédiaire français.

C. La FBF est d'accord avec CESR, sous certaines réserves, sur les modalités de revue de la « politique d'exécution des ordres »

La FBF est satisfaite que CESR laisse à la discrétion du membre de marché les modalités de revue de la politique d'exécution des ordres (dès lors, bien entendu, que la revue est faite avec objectivité).

Par ailleurs, la FBF est d'accord avec CESR pour envisager la révision de la politique d'exécution des ordres une fois par an.

En revanche, la FBF ne souhaite pas que CESR impose aux intermédiaires une trop grande fréquence des contrôles de leur politique d'exécution des ordres, car cela engendrerait des coûts supplémentaires sans bénéfice réel pour les clients. En ce sens, une fréquence des contrôles inférieure à 12 mois semble excessive pour mesurer les performances respectives des marchés, sauf bien évidemment, dans l'hypothèse d'une modification significative de l'environnement réglementaire ou de marché au cours de ladite période (par exemple, si un nouveau système d'exécution se crée au cours de la période et capte très rapidement une grande partie de la liquidité des systèmes d'exécution existants).

C. La FBF est d'accord avec CESR pour obliger les membres de marché à transmettre aux clients des informations sur les systèmes d'exécution des ordres dont ils sont directement membres, dès lors que ces informations restent générales

La FBF est d'accord avec CESR pour obliger le membre de marché à communiquer au client des informations sur les systèmes d'exécution des ordres dont il est directement membre.

Toutefois, la FBF considère que seules des informations d'ordre général doivent être couvertes par cette obligation. Il en est ainsi, par exemple, du nom des marchés (les conventions de services le prévoient déjà souvent), des qualités de ces marchés (leur liquidité, la sécurité qu'ils offrent aux investisseurs en termes d'exécution et de règlement/livraison des opérations, ...). En revanche, la transmission d'informations plus spécifiques (ex : le montant des coûts d'accès aux marchés ; les règles de fonctionnement de ces marchés) est inenvisageable pour la FBF, pour des raisons matérielles et/ou commerciales.

D. La FBF souhaite que CESR confirme le droit d'un intermédiaire de ne pas accepter une instruction spécifique du client qui entre en conflit avec sa propre politique d'exécution des ordres

La FBF ne souhaite pas qu'un intermédiaire soit obligé d'accepter une instruction spécifique du client qui serait en contradiction avec la politique d'exécution des ordres qu'il a mise en place.

La FBF estime que les termes employés par CESR (par exemple, « box 4 » page 35) vont dans ce sens. CESR devrait confirmer ce point.

Si l'intermédiaire accepte d'exécuter une instruction spécifique du client qui est en contradiction avec sa politique d'exécution des ordres, la FBF est d'accord avec CESR pour envisager l'envoi par l'intermédiaire à son client d'un avertissement sur les risques spécifiques encourus par le client et sur la possible impossibilité pour l'intermédiaire de respecter son obligation de « best execution ». En effet, la FBF considère que, dans cette hypothèse, l'instruction du client serait exécutée aux risques du seul client.

I.4 – Pour la FBF, l'obligation de « best execution » n'est ni applicable, ni adaptée aux instruments financiers à terme (IFT) de gré à gré

A. Pour la FBF, l'obligation de « best exécution » n'est pas applicable aux IFT de gré à gré

1. L'exécution d'un ordre suppose que l'on exécute l'ordre d'un client sur la base d'un mandat donné initialement

a) *En vertu de la directive, pour que la best execution s'applique, il doit y avoir exécution d'un ordre*

Cela ressort à la fois de l'intitulé même de l'article 21 (« obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client ») et du contenu de cet article, qui dispose ensuite, dans son 1., que les entreprises d'investissement « *doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir lors de l'exécution des ordres le meilleur résultat possible pour leurs clients (...)* ».

Lorsque la directive souhaite étendre des obligations pour tous les services d'investissement, elle le mentionne expressément. C'est notamment le cas de l'article 19 qui vise « les règles de conduite pour la fourniture de services d'investissement à des clients ». La restriction de la *best execution* à la seule exécution d'ordres n'est donc pas fortuite.

b) *L'exécution d'un ordre suppose que le client ait donné un mandat au PSI*

Un ordre est juridiquement un mandat donné par un client à un PSI en vue de vendre ou d'acheter un instrument financier (titre ou contrat). *Ab initio*, le client s'adresse au PSI en sa qualité d'intermédiaire de marché (le client n'ayant pas lui même qualité pour agir sur les marchés sur lesquels sont négociés ces IF).

c) *En conséquence, il y a exécution d'ordres dans deux situations*

- le PSI exécute l'ordre en agissant comme intermédiaire: il achète (ou il vend), sur la base d'un mandat, l'instrument financier sur un marché réglementé, un MTF ou en rapprochant l'ordre du client avec un ordre en sens contraire;
- le PSI se met en face à face pour exécuter l'ordre: il achète (ou il vend) au client un IF qu'il a en portefeuille ; on dit qu'il se porte contrepartie du client. Dans ce cas, le contrat initial de mandat se transforme en contrat de vente.
 - Dans les deux cas, au départ , il y a bien mandat, et à la fin, il y a bien exécution de l'ordre ;
 - le prestataire a été saisi comme intermédiaire et non comme contrepartie de l'opération (au sens où on l'entend dans les marchés de gré à gré).

d) *Cette notion d'exécution d'ordres est donc plus large que le service d'investissement d'exécution d'ordres pour compte de tiers*

L'exécution d'ordres recouvre en réalité deux services d'investissement, selon la façon dont l'ordre est exécuté.

Il recouvre le service d'exécution d'ordres pour compte de clients lorsque le PSI exécute l'ordre comme intermédiaire (« *exécution d'ordres pour le compte de clients* » : **le fait de conclure des accords d'achat ou de vente d'un ou de plusieurs instruments financiers pour le compte de clients**) » ainsi que le service de négociation pour compte propre

lorsqu'il exécute l'ordre en se portant contrepartie (« "négociation pour compte propre": le fait de négocier en engageant ses propres capitaux un ou plusieurs instruments financiers en vue de conclure des transactions »).

2. Lorsqu'un client souhaite négocier des IFT de gré à gré, il n'y a pas exécution d'ordre sur la base d'un mandat donné initialement

Lorsqu'un client souhaite conclure un produit dérivé de gré à gré avec un PSI, il sait *ab initio* qu'il va traiter avec ce PSI comme contrepartie, ce en raison du caractère *intuitu personae* très marqué pour ces opérations (risque de contrepartie, etc.). En d'autres termes, il n'y a pas d'ordre de donné mais simplement une volonté exprimée de contracter avec le PSI. Or, s'il n'y a pas d'ordre de donné, il ne peut y avoir d'ordre d'exécuté, et donc pas de best execution au sens de l'article 21 de la directive.

B. Pour la FBF, l'obligation de « best execution » n'est pas adaptée aux IFT de gré à gré

1. La best execution suppose une comparabilité des prix et des coûts supportés par le client, comparabilité qui paraît très difficilement applicable pour les opérations de gré à gré

L'obligation de meilleure exécution suppose la recherche du meilleur résultat possible pour le client, celui-ci se mesurant au regard des critères de prix et de coût ainsi qu'au regard de critères qualitatifs (rapidité et probabilité de l'exécution et du règlement : art. 21.1 de la Directive).

A cet effet, les prestataires de services d'investissement doivent avoir une politique d'exécution des ordres (art. 21.2), politique d'exécution qui doit inclure des informations sur les différents systèmes dans lesquels l'entreprise exécute les ordres de ses clients et les facteurs influant sur le choix du système d'exécution, et englober les systèmes qui permettent le meilleur résultat possible (art. 21.3).

L'obligation de meilleure exécution repose donc notamment, d'une part sur une comparaison des prix et des coûts supportés par le client, ce qui suppose leur comparabilité, et donc, d'autre part, sur la connaissance des éléments de comparaison.

Or, la comparabilité des prix et des coûts suppose l'identité des services. Elle n'est donc effectivement applicable qu'aux opérations standards sur des produits standardisés entre des personnes (le prestataire et son client) dont la nature ou la situation est indifférente. L'obligation de meilleure exécution ne peut donc pas raisonnablement s'appliquer notamment à des services sur mesure et/ou à des services rendus *intuitu personae* et/ou à des services pour lesquels la qualité de crédit du prestataire entre en ligne de compte. A *contrario*, la comparabilité n'est pas possible entre deux services ou produits qui n'existent pas sur le marché et sont chacun fabriqués ad hoc. En d'autres termes, la comparabilité n'est pas matériellement applicable à des services individualisés ou personnalisés.

Autrement dit, l'obligation de meilleure exécution possible, supposant une comparabilité des prix et la connaissance des éléments à comparer, peut porter sans difficulté sur les valeurs mobilières, parce qu'il s'agit de titres fongibles. En revanche, cette obligation ne peut porter sur des contrats, ce que sont les instruments financiers à terme (contrats d'option, contrats à terme ferme, contrats de swap, etc.), que dans la mesure où ces contrats sont suffisamment standardisés pour être comparables.

2. Les clients ne sont pas pour autant dénués de protection

Si la *best execution* telle qu'elle est prévue par l'article 21 de la directive ne s'applique pas, les clients ne sont pas pour autant dénués de protection car les règles générales des contrats et les règles de bonne conduite de l'article 19 de la Directive leur sont en tout état de cause applicables. Les entreprises d'investissement doivent agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts des clients.

Chapter 4 : Market Transparency

I. L'ACTIVITE D'INTERNALISATION SYSTEMATIQUE (article 27 de la directive)

I.1 - Les contours de la définition de l'internalisateur systématique

A. La FBF est d'accord avec CESR sur les contours de la notion de « systématique »

La FBF est d'accord avec CESR pour dire que ce terme recouvre à la fois les systèmes automatisés (ex : informatiques) et les systèmes non automatisés, comme par exemple le téléphone, dès lors qu'ils sont utilisés de manière structurelle par les intermédiaires pour accepter des ordres des clients.

B. Pour définir la notion de « fréquence », la FBF propose de retenir un critère unique : un pourcentage - maximum - de 10 % du volume des ordres des clients exécutés en interne

1. La proposition de CESR (BOX 1 p 40)

Pour CESR, un intermédiaire serait considéré comme un internalisateur systématique :

- soit s'il exécute en interne plus de 20 % du volume des ordres de ses clients,
- soit si les ordres de ses clients exécutés en interne représentent, pour une action déterminée, plus de 0,5 % du volume annuel traité sur son marché de référence.

2. La proposition de la FBF

Pour la FBF, le second critère alternatif, qui a été choisi par CESR pour étendre le champ de la notion d'internalisateur systématique, risque de ne pas avoir l'effet escompté. En effet, très peu d'intermédiaires, voire aucun, ne semble en mesure d'atteindre le seuil de 0,5 % requis. A titre d'exemple, un intermédiaire financier qui détient une part de marché de 7,5 % sur un titre donné (ce qui est déjà un seuil élevé) devra internaliser au moins 7 % de ses ordres sur ce titre, pour pouvoir être considéré comme un internalisateur systématique.

La FBF suggère donc :

- de simplifier la proposition de CESR et de définir la notion de « fréquence » en se basant sur le seul critère du pourcentage de volume des ordres des clients exécutés en interne, qui constitue un critère très objectif,
- d'abaisser le seuil proposé par CESR, afin de permettre à la notion d'internalisateur systématique de ne pas demeurer une « coquille vide », ce qui n'est pas le but recherché. En effet, très peu d'intermédiaires semblent envisager d'internaliser 20 % des ordres de leurs clients. La FBF propose donc de retenir un seuil maximum de 10 %.

I.2 - Pour définir les valeurs « liquides », la FBF propose de retenir deux critères cumulatifs : un « flottant » d'au moins 2 milliards d'Euros et un volume quotidien traité d'au moins 0,25 % du montant de ce « flottant »

1. La proposition de CESR (BOX 2 p 43)

Pour CESR, une valeur devrait être considérée comme « liquide » lorsqu'elle remplit trois critères cumulatifs :

- être traitée quotidiennement,
- avoir un « flottant » d'au moins 1 milliard d'Euros,
- remplir l'un des deux critères suivants, à choisir librement par chaque Etat membre :
 - * faire l'objet d'au moins 500 transactions quotidiennes, ou
 - * faire l'objet d'un volume traité quotidiennement supérieur à 2 millions d'Euros.

2. La proposition de la FBF

D'une manière générale, la FBF considère qu'il faut éviter de laisser aux Etats membres la faculté de choisir l'un des critères, car cela empêcherait toute harmonisation communautaire.

De manière plus spécifique, la FBF considère que, parmi les critères retenus par CESR, les critères du « flottant » et du volume quotidien moyen traité sont des critères très objectifs pour calculer la liquidité d'une valeur.

La FBF propose de ne retenir comme valeurs « liquides » que les valeurs qui remplissent cumulativement les deux critères suivants :

- un « flottant » au moins égal à 2 milliards d'Euros (donc supérieur à celui proposé par CESR),
- un volume quotidien moyen traité au moins égal à 0,25 % du montant de son « flottant ».

Pour la FBF, ce double critère et les montants ou pourcentages proposés (2 milliards d'Euros et 0,25 %) ont le mérite de limiter la notion de liquidité aux seules actions admises aux négociations sur les grands indices nationaux et européens (ex : CAC 40, DAX 30, FTSE 100), qui sont les seules actions dont la liquidité ne prête pas à discussion. En outre, seules ces actions devraient, en pratique, être traitées « en interne » car ce sont elles qui sont susceptibles de générer des volumes importants pour les internalisateurs.

I.3 - La FBF propose, dans un but de simplicité, de définir seulement trois « classes d'actions »

1. La proposition de CESR

CESR propose de définir un nombre élevé de « classes d'actions » :

- jusqu'à 100.000 Euro, une classe d'actions par tranche de 10.000 Euro,
- au-delà de 100.000 Euro, une classe d'actions par tranche de 20.000 Euro.

2. La proposition de la FBF

Pour la FBF, la création d'un aussi grand nombre de classes d'actions comporte un écueil majeur, à savoir un nombre potentiellement très faible d'actions au sein de chaque classe d'actions.

A titre d'exemple, et sur la base des calculs effectués sur les 228 plus grosses capitalisations boursières de la zone Euro, de la Suisse et de la Grande-Bretagne, seulement moins de 15 % des titres entreraient dans les classes d'actions ayant une « taille standard de marché » supérieure à 50.000 euros, ce qui ôterait donc leur intérêt à de telles classes d'actions.

Par ailleurs, la création d'un grand nombre de classes d'actions engendrerait une contrainte de gestion supplémentaire pour les Etats membres et les intermédiaires en raison des révisions périodiques souhaitées par CESR.

La FBF propose de définir seulement trois classes d'actions :

- une classe d'actions pour les actions ayant une taille standard de marché inférieure à 10.000 Euros,
- une classe d'actions pour les actions ayant une taille standard de marché comprise entre 10.000 Euro et 50.000 Euros,
- une classe d'actions pour les actions ayant une taille standard de marché supérieure à 50.000 Euros.

I.4 - Pour définir la « taille standard de marché » pour chaque classe d'actions, la FBF propose d'écarter de la base de calcul certaines transactions, d'un montant très élevé ou d'un montant très bas, qui ne reflètent pas la réalité du marché

Pour chaque classe d'actions, la directive prévoit que la « taille standard de marché » est constituée par une taille représentative de la moyenne arithmétique de la valeur des ordres exécutés sur le marché pour les actions appartenant à cette classe. Sont exclues de la base de calcul certaines transactions considérées comme ne reflétant pas la réalité quotidienne des marchés.

1. La proposition de CESR

Sur la base des dispositions de la directive, CESR propose d'écarter de la base de calcul de la « taille standard de marché » pour chaque action, les transactions dépassant certains seuils :

- 500.000 Euros pour les valeurs très liquides,
- 400.000 Euros pour les valeurs ayant une liquidité un peu supérieure à la moyenne,
- 250.000 Euros pour les valeurs ayant une liquidité un peu inférieure à la moyenne,
- 100.000 Euros pour les valeurs faiblement liquides.

Pour CESR, il s'agit de seuils minimums, que les Etats membres seront en droit d'augmenter.

2. La proposition de la FBF

A l'instar de CESR, la FBF souhaite écarter de la base de calcul de la « taille standard de marché » les transactions dépassant certains seuils.

La FBF a proposé de définir trois classes d'actions. La FBF propose donc de retenir, pour chaque classe d'actions définie, un seuil. Pour chaque classe d'actions, les transactions dépassant ce seuil n'auront pas à être pris en compte pour le calcul de la « taille standard de marché ». Il s'agit des seuils suivants :

- pour les valeurs très liquides, il s'agit des transactions dépassant 500.000 Euros,
- pour les valeurs moyennement liquides, il s'agit des transactions dépassant 300.000 Euros.

- pour les valeurs faiblement liquides, il s'agit des transactions dépassant 100.000 Euros.

La FBF propose également d'écarter de la base de calcul de la « taille standard de marché » les transactions portant sur une seule action, car comme les précédentes, elles ne reflètent pas la réalité quotidienne du marché.

La FBF souhaite enfin que les seuils ne puissent pas être revus à la hausse par les Etats membres.

I.5 - La détermination du montant des ordres « d'une taille supérieure aux ordres normalement donnés par des investisseurs retail »

Les internalisateurs systématiques ont la faculté d'améliorer les prix offerts à leurs clients « professionnels » sous réserve, notamment, que les ordres donnés par ces clients professionnels soient d'une « taille supérieure aux ordres normalement donnés par des investisseurs « retail ».

Pour CESR, le montant des « ordres normalement donnés par des investisseurs retail » est de 7.500 Euros.

La FBF propose de retenir un seuil un peu moins élevé, qui est de 5.000 Euros.

I.6 – Les exemptions à la transparence pre-trade (Box 3 p54)

Concernant les paragraphes 79 et 80, nous constatons que, contrairement au titre, ces deux paragraphes ne traitent que du retrait et pas de la mise à jour.

Nous constatons par ailleurs que ces deux paragraphes concernent les retraits volontaires d'affichage des cotations ils ne traitent donc pas des cas de force majeure. Il aurait pourtant été utile que le CESR se prononce sur la décision d'opportunité de ne plus afficher. Nous aimerions avoir confirmation qu'il faut y voir une volonté du CESR de conserver une certaine souplesse dans l'affichage de certaines valeurs, en permettant pour ces valeurs de ne plus afficher un des côtés de la fourchette, soit à la vente soit à l'achat.