

Une version française de ce
document est disponible à
partir de la page 10

IMPLEMENTING MEASURES FOR THE DIRECTIVE ON MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS (MiFiD)

FIRST MANDATE OF CESR Second consultation round

Observations of AFEI

1. Following up on the comments received during the June 2004 consultation on its first mandate concerning implementing measures for the Markets in Financial Instruments Directive (MiFiD), CESR launched a second round of consultation in November 2004, with a deadline of 17 December 2004.

The French Association of Investment Firms (AFEI) continues to pay close attention to CESR's work on MiFiD and, accordingly, wishes to offer the following observations.

2. As a preliminary observation, AFEI questions the form of pages 6 to 9 of the consultation paper, inasmuch as CESR does not propose any specific Level 2 advice on the subjects addressed therein. Instead, it makes do with general comments prefaced by "CESR considers...", or "CESR believes...".

Because this kind of presentation makes it impossible to infer precisely what conclusions CESR intends to draw from the proposals it made in the first consultation, or precisely how it intends to state its Level 2 advice on those subjects, AFEI finds it particularly difficult to respond constructively on this part. More to the point, AFEI stresses that the very purpose of a second consultation round is negated as far as these aspects are concerned. For this reason, AFEI hopes to be consulted at a later date regarding the precise language CESR intends to use.

AFEI also emphasises that the remarks presented below should not be interpreted as retracting or gainsaying any of the comments we made during the first round of consultation.¹

1. General questions from the first consultation

a) Split between Level 2 and Level 3, degree of detail and calibration of the rules

3. AFEI is favourable to the case-by-case approach proposed by CESR for determining whether measures belong at Level 2 or at Level 3.

¹ See Observations of AFEI and the FBF, ref. : AFEI/04-27, 15 September 2004.

However, AFEI has previously noted its concern that Level 2 should not be stripped of all content by assigning virtually every technical matter to Level 3. Although the guidelines put forward by CESR so far appear satisfactory from this standpoint, AFEI believes it useful to reiterate its concern. A truly level playing field in Europe cannot be achieved if the margins of discretion left to the Member States are too wide. Obviously, this objective cannot be attained if both Level 1 and Level 2 set forth only general principles, the substance of which is given solely by Level 3.

b) Lack of responses from consumers and retail investors

4. CESR regrets that so few consumers and retail investors respond to its consultations.

AFEI can only observe that such low participation rate is hardly surprising given the short deadlines and the complete absence of translations of its documents. Granted, these are hurdles for professionals too, but they are even more of a deterrent to consumers.

c) Transitional issues

5. In AFEI's view, rather than dwelling on transitional measures, which will entail extra work and additional costs for professionals, it is more important to establish timeframes for implementing MiFiD that are consistent with the changes that will be necessary. This point is fundamental. As AFEI sees it, there are two complementary aspects of this problem.

The first relates to the deadlines for transposing EU-wide measures into national law. With a due date of 30 April 2006, and given that the final content of the implementing measures will probably not be known until the second half of 2005, the time allowed for national implementation appears short in view of the extensive changes in legal frameworks that will be called for.

The second aspect relates to the lead-times that financial market participants will have for modifying their internal procedures and adapting their IT systems to meet the requirements that will result from that new legal framework. On this matter, it should be emphasised that participants will not really be able to benefit from all this extra time if the clock starts running on the date by which transposition into national law is to have been completed. This is ostensibly the date at which the new legal framework in each Member State will be known to the industry.

6. For this reason, AFEI believes that the European Parliament and the Council should adopt a directive that would (i) grant Member States several additional months to transpose MiFiD, and (ii) allow a period of six months after transposition before the directive's provisions come into force.

2. Independence of compliance

7. CESR stresses its view that "the principle of the independence of compliance is key to ensure effective performance of its role" and further that "the issue should be approached from a functional rather than organisational perspective".

While AFEI is obviously favourable to the sentiment expressed in this approach, it seems impossible to determine what concrete conclusions CESR intends to draw when formulating the advice it must give to the European Commission. On a question as important as this one, CESR's reluctance to go into greater detail is clearly problematical.

In this context, AFEI is unable to do more than raise general considerations. One factor that AFEI wishes to highlight is that independence of the compliance function is an empty concept by itself. Independence is devoid of meaning if it is not accompanied by an allocation of human and material resources to the function and by internal procedures or reporting relationships within the organisation that can make that independence a reality.

The question is therefore whether or not CESR intends to address precisely these aspects. Because these are aspects that can have a major organisational impact on firms, it is essential that CESR should organise a consultation on the proposal it intends to make to the European Commission, no matter which solution it favours.

8. CESR further states that "independence of compliance, where possible, should be achieved through the 'four eyes' approach, which implies that the persons responsible for the compliance function perform their monitoring duties independently of other persons and activities subject to their monitoring".

In AFEI's opinion, CESR needs to specify under what conditions the four-eyes rule set down in Article 9-4 of MiFiD could be part of the answer to the problem of ensuring independence of the compliance function. Indeed, leaving aside the special case of small firms (see § 9) and noting that this is the rule that requires the "management" of investment firms to be performed by at least two persons of respectability and sufficient experience, CESR's proposal seems to admit the possibility that the management and compliance functions could be combined.

9. As AFEI requested during the first consultation, CESR intends to relax the rules for small firms and is contemplating two options: "the first is to impose outsourcing of compliance" and "the second is to allow some degree of flexibility to investment firms as regards the means to achieve the objective of independence of compliance; in this case the investment firm has to show alternative systems and means to ensure effective compliance".

As noted in AFEI's comments in the first consultation, the necessity of having special rules for small firms is compelling. In the interest of fostering competition, there is a need to implement regulatory regimes that are not beyond the reach of small-scale firms and do not pointlessly raise entry costs for potential new entrants. That said, there must be no compromise of the fundamental principle that the person serving as compliance officer should not perform operating functions as well.

From AFEI's standpoint, the only viable solution is mandatory outsourcing of the compliance function whenever this principle cannot be fulfilled. But the problem here has nothing to do with "small firms", however defined. No matter what its size, either the firm obeys the rule of not combining compliance and operating functions, or it does not. Thus, while CESR is soliciting input from professionals on thresholds to distinguish small firms from larger firms, AFEI believes there is absolutely no reason for such a distinction in this particular case.

3. Record keeping and the burden of proof

10. AFEI fully subscribes to CESR's approach when it says that "its proposal does not intend to reverse the burden of proof but, rather, to introduce obligations of record keeping". As AFEI emphasised during the first consultation, any proposal that would result in reversing the burden of proof would be unacceptable, given the complexity of proving a negative.

11. AFEI observes, however, that CESR's assertion seems to beg the question, because it is largely undone by the affirmation that "investment firms should always be able to conduct adequate and consistent audit trails to demonstrate compliance of their activity with applicable rules" and that this "requirement will enable the regulator to ascertain that the investment firm has complied with its obligations, particularly in case of shortcomings (i.e. no assumption of guilt)".

AFEI therefore hopes that CESR will explain precisely how that affirmation will not, in practice, reverse the burden of proof by requiring the investment firm to establish that it has met all its obligations.

12. AFEI believes that CESR must state clearly that mere inability on the regulator's part to prove a violation on the investment firm's part cannot be turned into an obligation for the firm to prove that it has indeed followed the rules.

4. Tape recording requirement

13. Based on information gathered by AFEI from its members, lengthening the retention period for recordings from six months (the retention period currently recommended by the French regulator) to one year would increase costs by about 30 per cent. For a "small" firm, the annual base cost is roughly €30,000 and can go as high as €200,000.

14. In view of the financial burden that an excessive retention period would represent, AFEI points out that this obligation ought to be assessed under two aspects.

The first concerns the relation between the client and the intermediary. The recording of the telephone conversation often serves as a means of verifying that a past transaction was carried out in accordance with the client's instructions. From this standpoint, AFEI believes that an overly lengthy retention requirement is not appropriate. We point out that once the client has been informed of the terms on which his trades were executed, it is up to that client to ensure that his instructions were followed and, if they were not, to contest the trades within a reasonable length of time.

The second aspect relates to the supervisory responsibilities of the regulator. Recorded telephone calls can be useful in performing certain audits. In France, the regulator has always considered the six-month retention period for tape recordings to be reasonable and sufficient for supervisory purposes. In AFEI's view, it would be desirable for CESR to identify the situations in which regulatory supervision would benefit from a longer retention period and thereby justify the incremental cost to the financial system.

15. More generally, it would be desirable for CESR to explore the possibility of an alternative solution under which the normal retention period for tape recordings would be six months, but the competent authority would be able to extend an investment firm's retention obligation twice, by three months each time, by serving notice on the firm and giving reasons for its demand.

Unless CESR has evidence to the contrary, the probability of a violation being detected after six months, after having aroused no suspicion during the intervening period, would seem to be extremely low.

16. More generally, AFEI draws CESR's attention to the fact that increasingly large quantities of data of value to regulators for supervisory purposes can now be obtained from sources other than investment service providers and, more particularly, their information system suppliers.

17. Since CESR is no longer mentioning the issue of the choice of storage medium, AFEI believes it desirable to reiterate its concern that investment firms should be able to store their information in different formats – electronic, paper, magnetic tape, etc. – in accordance with their own internal policies and future technological developments.

5. Outsourcing of investment services

18. CESR says, "The highest degree of convergence should be ensured, where possible, with works conducted by CEBS and other international fora on outsourcing".

AFEI certainly agrees. On the outsourcing question, the views of CESR and the Committee of European Banking Supervisors (CEBS) must be totally consistent with each other. Any divergence between them could have significant impacts on the organisational requirements for credit institutions, which in certain Member States are important players in investment services.

This need for consistency is not limited to CEBS, however. It extends as well to the European Commission and the implementation of the new Capital Adequacy Directive.

19. On the thorny issue of outsourcing, the impression is that regulators are still groping in the dark to find a way forward. In this context, AFEI points out that it would be particularly harmful if CESR, the first body to have to deal with this issue, were to propose rules that turned out to be excessively restrictive compared with those set later by other bodies. The risk is that firms would be forced into a more rigid mode of operation before being able to benefit from possible subsequent relaxation of the requirements.

AFEI therefore hopes that CESR will favour a flexible approach on this issue, even if it means tightening its approach later once the other bodies that will be dealing with the issue have adopted a clear position.

20. CESR states that "The scope of any parity with the UCITS Directive should be confined to the delegation of individual portfolio management" and "The technical advice should be consistent with the provisions of the UCITS Directive, particularly as regards the distinction between delegate located in other EU countries or non-EU jurisdictions".

AFEI agrees with these general policy guidelines.

21. Generally speaking, AFEI reiterates its view that the rules on outsourcing must take into account the extreme diversity of both the functions being outsourced and the firms doing the outsourcing.

Outsourcing is not only a recognised means of cost reduction but also, and probably more importantly, a means of improving the quality of client service. It is important that the option to outsource should not be curtailed without justification. From this standpoint, it would be desirable for CESR to take a more finely shaded approach, with rules that vary depending on the categories of clients affected by the outsourced activity or function and on the financial risk associated with outsourcing.

The need for the protection that restrictions on investment firms' outsourcing could provide certainly differs between professional and retail clients. It also varies according to the degree of systemic risk represented by the outsourcing firm.

22. AFEI also points out that operational outsourcing can be done under several different kinds of legal arrangements. This is the case in France. It would therefore be of interest for CESR to provide guidance on which kinds of legal arrangements are permissible for outsourcing.

6. Conflicts of interest and segregation of areas of business

23. The very general nature of CESR's approach to this subject is puzzling. AFEI, like many other respondents to the first consultation who had already expressed their point of view, finds it surprising that CESR has brought nothing new to the second.

It is particularly paradoxical that CESR can say, without further elaboration, that "information barriers, such as Chinese Walls, should not be mandatory, but other means should at least be as effective". While AFEI is not opposed to this approach, it nevertheless finds that in the past few years, under pressure from regulators, financial institutions have had to erect increasingly elaborate Chinese walls. Given the costs associated with building and maintaining these barriers, it is altogether astonishing that CESR could address this issue without adding anything to what was said in the first consultation.

24. AFEI points out that CESR should in any case ensure that its proposals here are consistent with Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 which, in implementing the Market Abuse Directive, addresses conflicts of interest in the context of investment research.

7. Investment research

25. Here CESR says that "in reality there are different situations which deserve different treatment" and "clear disclosure should be imposed where firms do not fully comply with all requirements".

AFEI finds little of value in the CESR's approach to this question. Stating generalities of this kind can do no more than prompt broad assent. It gets us no closer to solving the problem – a problem that is particularly important and gives rise to much debate.

It is regrettable that CESR gives no indication of the changes it might have in mind for the language it proposed in the first consultation. Observing that "responses from consultation were not unanimous" should not prevent CESR from indicating the direction in which it is leaning, considering the feedback it received on that occasion. AFEI still hopes to see proposed new language from CESR. In any case, AFEI reiterates the observations that it made during the first consultation.

8. Methods and arrangements for reporting financial transactions

26. AFEI acknowledges CESR's pragmatic approach to the issue of trade reporting. For cost reasons, it is necessary to rely heavily on existing systems, which will doubtless allow the authorities to fulfil their role of overseeing the integrity of European markets.

However, we fully agree that, in future, CESR should explore the possibility of greater convergence with European reporting channels, taking into account "cost-benefit implications for markets, investment firms and competent authorities".

27. AFEI strongly supports CESR's proposal to introduce Level 3 measures to avoid superfluous reporting. In our view, one way of achieving greater simplification would be to waive the home-authority reporting requirement for remote members of a regulated market or MTF in another Member State. Naturally, the waiver would apply solely to trades effected on that market or facility, provided that the venue in question already reports to its own competent authority. Provision could then be made for the competent authority of the regulated market or MTF to forward the information in question to the remote member's competent authority.

With more and more investment firms accessing markets on a remote basis, this simplification measure would reduce firms' costs without detracting from the quality of the information reported to regulators. In view of current legislation, however, such a measure cannot be taken for granted.

28. CESR says that "Reporting channels approved by the competent authority would have to be operated by an entity that is subject to monitoring by the competent authority in respect of compliance with the conditions set out in paragraph 1".

AFEI wishes to point out that the concept of "monitoring" needs to be precisely defined. If taken *stricto sensu*, then it would seem that entities would not be permitted to supply reporting services unless they were subject to control by the authority to which the reports are submitted. If CESR does indeed intend to adopt that interpretation, even though this activity does not constitute an investment service, it would create a problem that should be examined in greater depth. In AFEI's view, it would be entirely feasible to adopt a purely contractual solution whereby the entity that assumes responsibility for reporting agrees to submit to CESR-mandated inspections, especially those relating to its technical capabilities.

We consider this point to be quite important. It is necessary to foster competition in this sphere and to allow all types of suppliers, particularly data vendors, to develop reporting systems.

9. Criteria for assessing liquidity in order to determine the most relevant market in terms of liquidity for financial instruments

29. On the whole, AFEI endorses CESR's proposals on the use of proxies, subject to the exception discussed below (§32 *et seq.*). As CESR points out, this is a simple way of tackling a complex issue. Provided the key aim is to turn towards the authority with the greatest vested interest in ensuring efficient market surveillance, then CESR's choice of proxy categories is appropriate. This is particularly true for the processing of derivatives, given the close interaction between these instruments and their underliers.

AFEI has no comments to make on items 1 to 7 of the Draft Level 2 Advice.

30. Regarding item 8 of the Draft Level 2 Advice, AFEI believes it would be clearer if the situations in which the alternative method of computing the "turnover" and/or "volume" criteria were listed from the outset.

Similarly, the reason for separating items 8 and 9 of the Draft Level 2 Advice is unclear.

31. Regarding item 10, AFEI believes that any such procedure should be conducted under CESR supervision. This would be necessary to settle disputes that may arise in connection with the "clear demonstration" referred to in (c). It is also necessary to determine when to use the turnover method and when to choose the volume method, since the results are not the same

32. From AFEI's point of view, item 11 of the Draft Level 2 Advice", taken in conjunction with item 21 of the Explanatory Text, raises a crucial issue. Apparently, the list of competent authorities will not be made public, on the grounds that "CESR recommends to publicly identifying neither those markets nor the competent authority that has been designated as the competent authority of the most relevant market in terms of liquidity for a specific financial instrument, in order to avoid interfering with competition between markets and to avoid unwanted impact on the industry".

This decision is hard to understand, for two reasons. First, the motives for not divulging the most liquid markets under the proxy method are unclear. Second, as regards the most liquid markets under the turnover or volume methods, determining the venues in which liquidity is actually present is vital so that investment firms can implement effective and efficient best execution policies – a point made by AFEI in its response to the consultation on best execution (AFEI / 04-29 - 30/09/04).

Therefore, unless CESR decides that liquidity is not relevant to best execution policy, there is no reason for not publicly disclosing the venue or venues which, in CESR's view, are the most liquid. The decision to keep the information confidential is all the more surprising since CESR's concern "to avoid interfering with competition between markets and to avoid unwanted impact on the industry" seems totally baseless. Declaring that, on the basis of objective criteria, a venue is the most liquid market in terms of turnover or volume is hardly likely to distort competition.

33. Whatever the circumstances, AFEI believes that CESR should not use the reporting issue to pre-empt much-needed answers to the issue of best execution. As we have said before, CESR must provide market participants with a tool that allows them firstly to benchmark best execution policies by comparing venues across Europe and secondly to establish the extent to which each venue is able to deliver "on a consistent basis the best possible result for the execution of client orders".

Intermediaries need such a tool, otherwise only firms with ample human, technical and financial resources would be able to implement reliable and efficient policies. More importantly, it would allow clients to weigh up different best execution policies in total transparency.

In any event, it would be entirely inappropriate for CESR to gauge the quality of investment firms' best execution policies using a yardstick – i.e. the most liquid market on the basis of turnover or volume – that has not been disclosed to the market.

34. AFEI has no comments to make on items 12 and 13 of the Draft Level 2 Advice, or on the recommendations for possible Level 3 work.

➤ ***Draft advice on Cooperation and Exchange of Information related to transaction reporting (Article 58)***

35. By and large, AFEI has nothing to say on this issue, apart from the observations about remote members in §27.

10. The minimum content and the common standard or format of the reports to facilitate its exchange between competent authorities

36. Although this is chiefly an issue for the authorities, it also interests investment firms because of its impact on the way that Europe's regulators carry out their supervisory role. Accordingly, harmonising the different information fields needed by each regulator and setting a minimum level of information to be exchanged between regulatory authorities will provide market participants with an adequate level of security.

That said, AFEI wishes to stress that the issue of implementing a system of information exchange must be assessed in the light of the reporting requirements already applicable to investment firms; it must not unduly add to their regulatory burden.

37. AFEI welcomes CESR's decision not to require investment firms to disclose "client/customer identification" as part of their reporting requirements. That information is meaningless until such time as the situation is harmonised at European level, with a single identifier being assigned to every client.

38. Regarding the additional Level 3 work proposed by CESR, AFEI has no objections, on condition that the general principles are clearly stipulated at Level 2.

There are two such principles:

- The need to achieve an adequate level of harmonisation. Many investment firms belong to corporate groups that operate across Europe and use common reporting tools. It is therefore vital that the reporting requirements imposed by different authorities are not superimposed onto these intra-group procedures.
- It must be made clear at Level 2 that the deliberations to be conducted by CESR at Level 3 will address issues of costs and implementation deadlines resulting from the adaptations that are bound to result from these discussions.

**MESURES D'EXECUTION DE LA DIRECTIVE SUR LES
MARCHES D'INSTRUMENTS FINANCIERS (MIF)**

**PREMIER MANDAT DE CESR
2^{ème} round de consultation**

Observations de l'AFEI

1. En suite des observations reçues à l'occasion de la consultation qu'il a organisée en juin 2004 dans le cadre de son premier mandat concernant les mesures d'exécution de la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), CESR a lancé courant novembre 2004 un deuxième tour de consultation dont le terme est fixé au 17 décembre 2004.

L'Association Française des Entreprises d'Investissement, qui continue à suivre avec attention les travaux que CESR mène sur la directive MIF, souhaite dans ce contexte faire valoir les observations suivantes.

2. A titre liminaire, l'AFEI s'interroge sur la forme des pages 6 à 9 du document de consultation dans la mesure où les sujets qui y sont traités ne font l'objet d'aucun conseil de niveau 2, CESR se contentant de formuler des commentaires généraux (« CESR considers » ; « CESR believes »).

Cette présentation ne permettant pas de déduire précisément les conséquences qu'entend en tirer CESR en termes rédactionnels par rapport aux propositions d'avis de niveau 2 qu'il a formulées lors de la première consultation, l'AFEI estime particulièrement difficile de réagir utilement sur cette partie. Plus notamment, elle souligne qu'est mis en cause l'intérêt même d'un second tour de consultation sur ces aspects. Elle souhaite donc être consultée ultérieurement par rapport à des propositions précises de rédaction.

En tout état de cause, l'AFEI souligne que les remarques formulées ci-dessous doivent être interprétées comme ne remettant pas en cause celles faites à l'occasion du premier tour de consultation².

1. General questions from the first consultation

d) Split between Level 2 / Level 3, the degree of detail and the calibration of rules

3. L'AFEI est favorable à l'approche au cas par cas proposée par CESR afin de déterminer si des mesures doivent relever du niveau 2 ou du niveau 3.

² Voir Observations de l'AFEI et de la FBF, ref. : AFEI/04-27 du 15 septembre 2004.

Elle estime toutefois utile, même si les premières orientations dégagées par CESR lui apparaissent satisfaisantes de ce point de vue, de rappeler à nouveau son souci que le niveau 2 ne soit pas vidé de tout contenu par un renvoi quasi systématique des modalités techniques au niveau 3. L'élaboration d'un véritable *level playing field* au niveau européen n'est en effet possible que si les marges d'appréciation laissées aux Etats membres ne sont pas trop importantes : à l'évidence, cet objectif ne peut être atteint si, tant le niveau 1 que le niveau 2, se contentent de poser des principes généraux dont la substance n'est donnée que par le niveau 3.

e) *Lack of response from consumers and retail investors*

4. CESR regrette la faible participation des consommateurs et des investisseurs particuliers à ses consultations.

L'AFEI ne peut toutefois que constater que cette faible participation n'est pas surprenante au regard des courts délais accordés pour répondre aux consultations de CESR et de l'absence totale de traduction de ses documents, qui pénalisent, certes les professionnels, mais aussi et surtout les consommateurs ...

f) *Transitional issues*

5. L'AFEI considère que, plus que des mesures transitoires qui engendreraient du travail et des coûts supplémentaires pour les professionnels, il est fondamental de prévoir des délais de mise en œuvre de la directive MIF cohérents par rapport aux adaptations qui seront nécessaires. Pour l'AFEI, cette problématique comporte deux aspects complémentaires.

Le premier a trait aux délais de transposition en droit interne des mesures prises au niveau européen. Par rapport à la date du 30 avril 2006, et alors que le contenu définitif des mesures d'application ne sera vraisemblablement connu qu'au cours du second semestre 2005, il apparaît que le temps imparti pour une mise en place au niveau national sera court au regard de l'étendue de certaines adaptations du cadre juridique qu'il conviendra de réaliser.

Le second aspect a trait aux délais qui seront nécessaires aux acteurs des marchés financiers pour mettre en place les moyens (adaptations interne des procédures et outils informatiques) permettant de répondre aux différentes exigences qui vont résulter de ce nouveau cadre juridique. Dans ce cadre, il convient de souligner que ce délai supplémentaire ne pourra être réellement mis à profit que s'il court à compter de la date à partir de laquelle doit être réalisée la transposition en droit national, puisque c'est la date à partir de laquelle le nouveau cadre juridique devra, dans chaque Etat membre, être connu de l'industrie.

6. C'est pourquoi l'AFEI est favorable à une directive adoptée par le Parlement européen et le Conseil dont l'objectif serait, d'une part, d'accorder quelques mois supplémentaires pour la transposition par les Etats membres de la directive MIF, d'autre part, de prévoir un délai d'entrée en vigueur de ses dispositions retardé de six mois par rapport à la date de transposition ainsi retenue.

2. Independence of compliance

7. CESR souligne qu'il considère que *"the principle of the independence of compliance is key to ensure effective performance of its role"* et que *"the issue should be approached from a functional rather than organisational perspective"*.

Si l'AFEI ne peut qu'être favorable à l'approche ainsi énoncée, il lui semble en revanche impossible de déterminer les conséquences concrètes qu'entend en tirer CESR au niveau de l'avis qu'il doit rendre à la Commission européenne. Sur une question aussi importante, cette absence d'approfondissement du débat par CESR est clairement problématique.

Ne pouvant dans ce contexte que formuler elle aussi des considérations générales, l'AFEI souhaite souligner que la notion d'indépendance de la fonction de *compliance* n'a pas de signification en elle-même. L'indépendance est vide de sens si elle ne s'accompagne de la fourniture des moyens humains et matériels, de la mise en place des procédures internes ou de la définition des conditions de rattachement hiérarchique en mesure de lui donner une matérialité ...

La question est donc de savoir si CESR entend ou non traiter précisément ces aspects. S'agissant d'aspects qui peuvent avoir un impact organisationnel fort pour les établissements, et quelle que soit la solution privilégiée, il est nécessaire que CESR soumette à consultation la proposition d'avis qu'il entend remettre à la Commission européenne.

8. CESR souligne en outre que *"independence of compliance, where possible, should be achieved through the "four eyes" approach which implies that the persons responsible for the compliance function perform their monitoring duties independently of other persons and activities subject to their monitoring"*.

L'AFEI estime nécessaire que CESR précise les conditions dans lesquelles la règle des quatre yeux prévue par l'article 9-4 de la directive MIF pourrait constituer un élément de réponse à la problématique de l'indépendance de la fonction de *compliance*. En effet, sous réserve de la question particulière des petites entreprises (cf. infra n° 9), et alors que cette règle détermine que la « gestion » des entreprises d'investissement doit être assurée par au moins deux dirigeants disposant d'une honorabilité et d'une expérience suffisante, la proposition de CESR semble permettre de considérer que les fonctions de gestion et de *compliance* pourraient être confondues ...

9. Comme l'avait souhaité l'AFEI dans le cadre de la première consultation, CESR prévoit des assouplissements pour les petites entreprises en envisageant deux options: *"the first is to impose outsourcing of compliance"* et *"the second is to allow some degree of flexibility to investment firms as regards the means to achieve the objective of independence of compliance; in this case the investment firm has to show alternative systems and means to ensure effective compliance"*.

L'AFEI estime tout à fait nécessaire, comme elle l'avait indiqué d'ailleurs lors de la première consultation à ce que des mesures spécifiques soient prévues pour les petites structures. Face à l'intérêt de favoriser la concurrence, il convient en effet de mettre en place des schémas qui ne sortent pas du jeu les entreprises d'investissement de petite dimension, ni n'élèvent inutilement les coûts d'accès pour de nouveaux entrants potentiels. Néanmoins, cela ne peut pas porter atteinte au principe fondamental selon lequel le *compliance officer* ne doit pas occuper également de fonctions opérationnelles.

Dans ces conditions, la seule solution viable du point de vue de l'AFEI est l'externalisation de la fonction *Compliance* qui doit donc être rendue obligatoire en cas d'impossibilité de respecter la règle de non cumul. Il convient toutefois de relever que cette problématique n'est pas liée à une notion de « petite entreprise » : quelle que soit la taille de l'entreprise concernée, soit elle respecte la règle de non cumul, soit elle ne la respecte pas ... Aussi, alors que CESR interroge les professionnels sur les seuils permettant de distinguer les petites entreprises des autres, l'AFEI considère qu'il n'y a absolument pas lieu de le faire au cas précis.

3. Record keeping and the burden proof

10. L'AFEI souscrit totalement à l'approche de CESR lorsqu'il énonce que *"its proposal does not intend to reverse the burden of proof but, rather, to introduce obligations of record keeping"*. Toute proposition aboutissant à un renversement de la charge de la preuve serait en effet inacceptable comme l'AFEI l'a souligné lors de la première consultation compte tenu de la complexité à rapporter une preuve négative.

11. L'AFEI observe toutefois qu'il semble s'agir avant tout d'une pétition de principe largement remise en cause par l'affirmation selon laquelle *"investment firms should always be able to conduct adequate and consistent audit trails to demonstrate compliance of their activity with applicable rules"* et que ce *"requirement will enable the regulator to ascertain that the investment firm has complied with its obligations, particularly in case of shortcomings (i.e. no assumption of guilt)"*.

L'AFEI souhaiterait en conséquence que soient précisées les conditions dans lesquelles cette affirmation n'aboutit pas en pratique à renverser la charge de la preuve en astreignant l'entreprise d'investissement à établir qu'elle a respecté toutes les obligations qui s'imposent à elle ...

12. L'AFEI estime donc nécessaire que CESR affirme clairement que la seule impossibilité pour le régulateur de faire la preuve d'un manquement de la part d'une entreprise d'investissement ne peut se traduire par l'obligation pour cette dernière de faire la preuve qu'elle a bien respecté les règles qui s'imposent à elle.

4. Tape recording requirement

13. Des éléments recueillis par l'AFEI auprès de ses adhérents, le passage de six mois (qui est actuellement le délai de conservation préconisé par le régulateur français) à un an de la durée de conservation des enregistrements se traduirait par une augmentation de coûts d'environ 30 %, sachant que le « coût de base » pour un établissement de « petite taille » est d'à peu près 30.000 € pour atteindre des sommes pouvant aller jusqu'à 200.000 €.

14. Au regard de la contrainte financière que représente ainsi une durée de conservation des enregistrements téléphoniques trop importante, l'AFEI souligne que cette obligation doit s'apprécier sous deux aspects.

Le premier concerne la relation client / intermédiaire où l'enregistrement téléphonique est souvent un moyen de vérifier que l'opération réalisée est conforme aux instructions données par le client. De ce point de vue, l'AFEI estime qu'une obligation de conservation trop longue n'est pas appropriée. Elle rappelle qu'il appartient au client, informé sur les conditions de réalisation de ses opérations, de vérifier leur conformité dans des délais raisonnables et, le cas échéant, de les contester ...

Le second aspect est lié à la mission de contrôle du régulateur qui a la possibilité de s'appuyer sur les bandes enregistrées pour opérer certaines vérifications. Alors que le délai de conservation des bandes de 6 mois en France a toujours été considéré comme raisonnable et suffisant par le régulateur dans le cadre de ses actions de contrôle, l'AFEI estimerait souhaitable que CESR précise les situations dans lesquelles l'augmentation de la durée de conservation des bandes enregistrées aurait favorisé l'action de contrôle du régulateur, justifiant ainsi pleinement le surcoût imposé au système financier.

15. Plus généralement, l'AFEI estimerait souhaitable que CESR examine la possibilité de mise en place d'une solution alternative dans laquelle la durée normale de conservation des bandes enregistrées serait de six mois, l'autorité compétente ayant la possibilité de prolonger de deux fois trois mois cette obligation de conservation sur demande motivée adressée à une entreprise d'investissement déterminée.

A moins que CESR ne dispose d'éléments établissant le contraire, l'AFEI estime en effet que la probabilité est extrêmement faible que soit détecté après six mois un manquement qui n'aurait donné lieu à aucune suspicion pendant cette même période.

16. Plus généralement, l'AFEI attire l'attention de CESR sur le fait que de plus en plus de données qui peuvent servir aux actions de contrôle des régulateurs sont ailleurs que chez les prestataires de services d'investissement, et plus particulièrement chez les fournisseurs de systèmes d'information.

17. Par ailleurs, CESR n'évoquant plus la question du choix du support, l'AFEI estime souhaitable de rappeler sa préoccupation que les entreprises d'investissement aient la possibilité de conserver leurs informations sous différents formats selon leur politique interne : informatique, papier, bande magnétique, ou autre selon les évolutions techniques à venir.

5. Outsourcing of investment services

18. CESR indique que *"The highest degree of convergence should be ensured, where possible, with works conducted by CEBS and other international fora on outsourcing"*.

L'AFEI ne peut que souscrire à cette affirmation. Elle rappelle que, sur cette question d'externalisation, une totale cohérence de vue est notamment nécessaire entre CESR et le Comité Européen des Contrôleurs Bancaires (CEBC). Toute divergence pourrait en effet avoir des incidences significatives sur les conditions d'organisation des établissements de crédit qui, dans certains Etats membres, sont des acteurs importants en matière de services d'investissement ...

Ce besoin de cohérence n'est toutefois pas limité au CEBC. Il concerne également la Commission européenne dans le cadre de la mise en œuvre de la nouvelle directive sur l'adéquation des fonds propres.

19. Dans ce cadre, alors que l'impression est celle d'un certain « tâtonnement » des régulateurs sur cette question difficile d'externalisation, l'AFEI souligne qu'il serait particulièrement préjudiciable que CESR, qui est la première instance à devoir la traiter, formule des propositions qui apparaîtraient trop contraignantes par rapport à celles que formuleraient d'autres instances ultérieurement. Le risque

est en effet que les entreprises soient d'abord obligées de rigidifier leur mode de fonctionnement avant de bénéficier d'éventuels assouplissements.

L'AFEI souhaite donc que CESR privilégie une approche souple sur cette question, quitte à prévoir de la durcir ultérieurement une fois une position précise adoptée par les différentes instances qui ont vocation à traiter de cette question.

20. Par ailleurs, CESR relève que *"The scope of any parity with the UCITS Directive should be confined to the delegation of individual portfolio management"* et que *"The technical advice should be consistent with the provisions of the UCITS Directive, particularly as regards the distinction between delegate located in other EU countries or non-EU jurisdictions"*.

L'AFEI ne peut que souscrire à ces orientations générales.

21. De manière générale, l'AFEI rappelle, en tout état de cause, qu'elle considère que la réglementation relative à l'externalisation doit tenir compte à la fois de l'extrême diversité des fonctions et des entreprises concernées.

Alors que l'externalisation est un moyen reconnu de réduction des coûts mais également, et probablement surtout, d'amélioration de la qualité du service rendu aux clients, il est important que cette possibilité ne soit pas réduite sans justification. De ce point de vue, il serait souhaitable que CESR envisage de nuancer son approche selon les catégories de clientèle auxquelles s'adresse l'activité ou fonction externalisée ainsi que selon le risque financier associé à cette externalisation.

Le besoin de protection, matérialisé au travers de restrictions apportées à la capacité d'externalisation des entreprises d'investissement, est en effet certainement différent selon qu'il s'agit d'une clientèle professionnelle ou de détail, et selon l'intensité du risque systémique potentiellement représenté par l'établissement externalisateur ...

22. L'AFEI rappelle en outre que l'externalisation opérationnelle peut recouvrir plusieurs réalités juridiques comme c'est le cas en France. Il serait donc intéressant que CESR fournisse des précisions sur les schémas juridiques dans lesquelles l'externalisation pourra être réalisée.

6. Conflicts of interest and the segregation of areas of business

23. Le caractère très général de l'approche par CESR sous cette rubrique laisse perplexe. L'AFEI, tout comme de nombreux autres répondants à la première consultation ayant déjà exprimé leur point de vue, il est étonnant que CESR n'apporte aucun élément nouveau.

Il est plus particulièrement paradoxal que CESR considère, sans précision supplémentaire que *"information barriers, such as Chinese Walls, should not be mandatory, but other means should at least be as effective"*. Si l'AFEI n'est pas opposée à cette approche, elle estime néanmoins nécessaire que, depuis plusieurs années, sous la pression des régulateurs, les établissements financiers ont mis en place des *Chinese walls* de plus en plus structurés. Compte des coûts associés à cette mise en place et à leur maintien, il est tout à fait étonnant que CESR traite cette question sans apporter aucune précision nouvelle par rapport à la première consultation ...

24. L'AFEI rappelle, à toute fins utiles, qu'il convient en tout état de cause, que soit assurée la cohérence des propositions ici formulées avec la directive 2003/125/CE du 22 décembre 2003 qui, en

application de la directive « Abus de marché », traite des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière.

7. Investment research

25. CESR rappelle ici que *"in reality there are different situations which deserve different treatment"* et que *"clear disclosure should be imposed where firms do not fully comply with all requirements"*.

L'AFEI souligne le peu d'intérêt de la démarche ici adoptée par CESR. Enoncer pareille généralité ne peut que générer un assentiment global, sans permettre d'approfondir une problématique qui est particulièrement importante et qui donne lieu à de nombreux débats.

Il est tout fait regrettable que CESR ne donne aucune précision par rapport aux évolutions que pourraient connaître les propositions de texte qu'il a soumises lors de la première consultation. Constaté que *"Responses from consultation were not unanimous"* n'est pas un obstacle à ce que CESR indique dans quel sens va sa réflexion compte tenu des différents éléments reçus à cette occasion. L'AFEI reste en conséquence dans l'attente de nouvelles propositions rédactionnelles et, en tout état de cause, maintient les observations qu'elle a formulées dans le cadre de la première consultation.

8. Methods and arrangements for reporting financial transactions

26. L'AFEI relève l'approche pragmatique adoptée par CESR sur la question du *reporting* des transactions. Il convient en effet, pour des raisons de coûts, de s'appuyer largement sur les systèmes existants dont il n'y a pas de raison de douter qu'ils permettent aux autorités de remplir leurs missions de contrôle de l'intégrité des marchés en Europe.

Pour autant, l'AFEI est tout à fait favorable à l'étude par CESR dans le futur d'une plus grande convergence des systèmes de *reporting* en Europe qui prenne en compte *"cost-benefit implications for markets, investment firms et competent authorities"*.

27. L'AFEI partage totalement les propositions de CESR de mettre en œuvre au niveau 3 des mesures permettant d'éviter les *reportings* redondants. A cet effet, l'AFEI considère qu'une mesure de simplification serait la mise en œuvre d'une exonération de *reporting* vers leur autorité d'origine au profit des « *remote members* » d'un marché réglementé ou d'un MTF établi dans un autre Etat Membre. Cette exonération ne vaudrait bien sûr que pour les opérations réalisées sur ce marché réglementé ou ce MTF dans la mesure où ce dernier effectue déjà un *reporting* vers sa propre autorité compétente. Dans cette hypothèse, il pourrait être prévu que l'autorité compétente du marché réglementé ou du MTF retransmette les informations en cause à l'autorité compétente du *remote member*.

Cette simplification, qui en l'état actuel des textes n'apparaît pas allant de soi, serait de nature à diminuer les coûts des entreprises d'investissements sans nuire à la qualité de l'information fournie aux régulateurs dans un contexte où les accès à distance à des systèmes de négociation par les entreprises d'investissement sont de plus en plus courants.

28. CESR indique que *“Reporting channels approved by the competent authority would have to be operated by an entity that is subject to monitoring by the competent authority in respect of compliance with the conditions set out in paragraph 1”*.

L'AFEI souligne que la notion de “monitoring” demanderait à être précisée ici. Entendue strictement, elle paraît restreindre la possibilité de fournir des services de *reporting* aux seules entités placées sous le contrôle de l'autorité à laquelle est adressée le *reporting* ... Alors que cette activité n'est pas constitutive d'un service d'investissement, il y a là une problématique qui mériterait d'être approfondie si telle était l'interprétation qu'entendait retenir CESR. Pour l'AFEI, une solution purement contractuelle, dans laquelle l'entité qui prend en charge le *reporting* accepte de se soumettre aux vérifications estimées nécessaires par CESR, et notamment de ses capacités techniques, est tout à fait envisageable.

L'AFEI considère que cet aspect est relativement important dans la mesure où il convient d'encourager la concurrence dans ce domaine et de laisser la possibilité à des fournisseurs de toute nature, notamment des entités spécialisées dans la fourniture de données de marchés, de développer des systèmes de *reporting*.

9. Criteria for assessing liquidity in order to determine the most relevant market in terms of liquidity for financial instruments

29. De façon générale, mais sous réserve toutefois de la problématique développée ultérieurement (cf. infra n° 32 et s.), l'AFEI souscrit aux propositions de CESR concernant l'utilisation de *proxies*. Cette méthode constitue en effet une façon simple de résoudre, comme le souligne CESR, une question compliquée. Dès lors que l'enjeu essentiel est de rediriger vers l'autorité qui a le plus « intérêt » à assurer une surveillance de marché efficiente, les différentes catégories de *proxy* prévues par CESR apparaissent appropriées à l'AFEI, notamment en ce qui concerne le traitement des instruments dérivés compte tenu de l'interaction étroite qui existe avec leurs sous-jacents.

Les points 1 à 7 du « Draft Level 2 Advice » n'appellent ainsi pas d'observation de la part de l'AFEI.

30. En ce qui concerne le point 8 du « Draft Level 2 Advice », l'AFEI trouverait plus clair que les situations dans lesquelles peut être utilisée la méthode alternative du « turnover » et/ou du « volume » soient exposées dès le début.

De même, la raison pour laquelle le point 9 du « Draft Level 2 Advice » est distinct du point 8 apparaît ambiguë.

31. En ce qui concerne le point 10 du « Draft Level 2 Advice », l'AFEI considère que cette procédure devrait être menée le cas échéant sous le contrôle de CESR. Il conviendra en effet de trancher les situations où la condition c) peut créer des discussions dans la mesure où l'évidence de la démonstration (*“clearly demonstrate”*) ne sera pas assurée. Il conviendra également de trancher les situations où, selon qu'est utilisée la méthode du « turnover » ou celle du « volume », le résultat diffère ...

32. Le point 11 du « Draft Level 2 Advice » analysé en combinaison avec le point 21 de l'Explanatory Text soulève une problématique cruciale du point de vue de l'AFEI. Il apparaît en effet que la liste des autorités compétentes devrait rester non publique puisque *“CESR recommends to publicly identifying neither those markets nor the competent authority that has been designated as the*

competent authority of the most relevant market in terms of liquidity for a specific financial instrument, in order to avoid interfering with competition between markets and to avoid unwanted impact on the industry."

Ce choix est difficilement compréhensible. D'une part, s'agissant des marchés les plus liquides déterminés selon la méthode des *proxies*, les raisons pour lesquelles cette information devrait être dissimulée n'apparaît clairement pas. D'autre part, s'agissant des marchés les plus liquides déterminés selon la méthode du « turnover » ou du « volume », comme l'AFEI l'a exposé lors de sa réponse sur les questions liées à la *best execution* (AFEI / 04-29 - 30/09/04), l'appréciation des endroits où est effectivement disponible la liquidité de marché est un élément crucial pour la mise en place de politique de *best execution* effectives et efficientes par les entreprises d'investissement

Aussi, et sauf à ce que CESR établisse que la liquidité n'est pas un élément des politiques de *best execution*, il n'y a aucune raison pour qu'il n'indique pas publiquement le ou les lieux d'exécution qui, de son point de vue sont les plus liquides. Ce choix de confidentialité est d'autant plus surprenant que le souci affiché par CESR de "*to avoid interfering with competition between markets and to avoid unwanted impact on the industry*" apparaît totalement infondé : déclarer, sur la base de critères objectifs, qu'un marché considéré est le plus liquide apprécié en termes de « turnover » ou de « volume » n'apparaît pas de nature à créer une quelconque interférence concurrentielle ...

33. En tout état de cause, l'AFEI considère qu'il n'est pas possible pour CESR au travers de cette question de *reporting* de préempter les nécessaires réponses qui doivent être apportées sur la question de la *best execution*. L'AFEI rappelle en effet qu'il est impératif que CESR fournisse aux acteurs de marché un outil de benchmark des politiques de meilleure exécution établissant des comparaisons entre les différentes venues existant en Europe et les conditions dans lesquelles chacune est en mesure d'assurer « *on a consistent basis the best possible result for the execution of client orders* ».

Cela est nécessaire pour les intermédiaires eux-mêmes, sauf à vouloir réserver l'élaboration de politiques fiables et efficientes à ceux qui disposeront des moyens humains, techniques et financiers suffisants. Cela est aussi et surtout nécessaire pour permettre à chaque client d'apprécier en toute transparence la qualité de la politique de meilleure exécution qui lui est proposée.

Dans tous les cas, il serait tout à fait inapproprié que CESR puisse contrôler la qualité des politiques de *best execution* des entreprises d'investissement par rapport à un référentiel (les marchés les plus liquides déterminés sur la base du « turnover » ou du « volume ») qu'il n'aurait pas communiqué au marché.

34. Les points 12 et 13 du « Draft Level 2 Advice » n'appellent pas d'observation particulière de la part de l'AFEI, de même d'ailleurs que les recommandations concernant le travail envisageable au niveau 3.

➤ ***Draft advice on Cooperation and Exchange of Information related to transaction reporting (Article 58)***

35. Dans son ensemble, mais sous réserve des observations formulées précédemment concernant les *remote members* (cf. supra n° 27), cette question n'appelle pas d'observation de la part de l'AFEI.

10. The minimum content and the common standard or format of the reports to facilitate its exchange between competent authorities

36. Même si cette question concerne directement les autorités, elle intéresse également les entreprises d'investissement du fait de son impact sur les modalités d'exécution de la mission de contrôle effectuée par chacun des régulateurs européens. En ce sens, l'harmonisation des éléments d'information dont chaque régulateur doit avoir connaissance ainsi que la fixation d'une série minimum d'informations que les régulateurs doivent se transmettre sont à mêmes d'assurer un niveau de sécurité suffisant pour les prestataires.

Toutefois, l'Association entend souligner que la mise en œuvre de ce système d'échange entre autorités doit demeurer justifié au regard des obligations de *reporting* qui pèsent déjà sur les prestataires de services d'investissement et ne pas aboutir à un alourdissement sensible non justifié de ces dernières.

37. L'Association se félicite du choix fait par CESR de ne pas imposer aux entreprises d'investissement d'avoir à communiquer un « *client/customer identification* » dans le cadre du *reporting* des opérations de marché. Une telle information n'a en effet pas de sens en dehors de toute harmonisation à un niveau européen avec attribution d'un identifiant unique à chaque client.

38. En ce qui concerne le travail complémentaire que se propose de mener CESR au niveau 3, l'AFEI n'y voit pas d'obstacle à la condition cependant que certains principes généraux soient expressément énoncés au niveau 2.

Ces principes sont au nombre de deux :

- La nécessité d'aboutir à un niveau d'harmonisation suffisant. En effet, de nombreuses entreprises d'investissement évoluent dans le cadre d'un groupe constitué de sociétés établies dans toute l'Europe et au sein duquel des outils communs de *reporting* ont été élaborés, il est donc essentiel que les obligations de *reporting* auprès des différentes autorités ne viennent pas alourdir ces procédures intragroupes.
- Le niveau 2 doit préciser que les réflexions qui seront menées par CESR au niveau 3 intégreront les problématiques liées aux coûts et aux délais de mise en œuvre induits par les adaptations qui ne manqueront pas d'en découler.

