

Paris, le 4 octobre 2004

## ADDITIONAL RESPONSE TO

### CONSULTATION PAPER ON CESR'S ADVICE ON POSSIBLE IMPLEMENTING MEASURES OF THE DIRECTIVE 2004/39/EC ON MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS - Ref.: CESR/04-261b

June 2004

**[Extended deadline of Monday, October 4, 2004]**

#### I - Introduction

La Fédération Bancaire Française (FBF) a répondu à la consultation du 17 septembre 2004.

La FBF remercie CESR de lui donner l'occasion de formuler les observations sur la consultation de CESR et lui est très reconnaissante des délais qui ont été donnés pour répondre qui tiennent compte de la complexité des problèmes soulevés et de leur relation avec les problèmes couverts dans le second mandat. Elle formulera sans doute des observations complémentaires sur ces différents points.

#### II – Executive summary

La FBF pense que les principes suivants doivent guider la best execution :

- la best execution doit être un processus plutôt qu'un résultat absolu ;
- **la best execution est multicritères ;**
- **en conséquence, l'entreprise d'investissement a obligation de mettre en œuvre une politique de best execution et de communiquer à ses clients ses engagements qui leur seront opposables sauf convention particulière avec un client donné ;**
- le cadre réglementaire doit laisser une flexibilité suffisante dans le choix des systèmes d'exécution (venues) et ne doit pas être rigide. Le choix doit être commercial et adaptable aux différents instruments financiers ;
- en conséquence, la réglementation ne doit pas imposer l'obligation de proposer un nombre important de systèmes d'exécution (venues). Elle doit même constater qu'encore dans la majorité des cas, il n'existe qu'un marché de référence ;

- pour éviter de freiner les capacités d'évolution qui réduiront la concurrence et sont inadaptées techniquement, les banques doivent fixer librement les termes de leur politique d'exécution c'est-à-dire les critères retenus, la pondération de ces critères et ceux qui ne sont pas pris en compte ;
- CESR doit tenir compte de la capacité des intermédiaires et des clients à délimiter ensemble contractuellement la ou les venues retenues au titre de la best execution pour expliciter le respect de la best execution « on a consistent basis the best possible result for the execution of clients orders ». Economiquement un dispositif contraignant entraînerait une réduction de la concurrence et des offres de service des intermédiaires vis-à-vis des clients retail.
- pour améliorer le processus de best execution, il est très important que CESR fournisse aux acteurs de marché un outil de benchmark des politiques de best execution en établissant des comparaisons entre les différents venues existant en Europe sur la base des informations post trade dont disposent les différents régulateurs européens. Cette démarche de CESR est indispensable pour faciliter la réalisation de la best execution par les intermédiaires et fournir au client un outil public leur permettant d'apprécier en toute transparence la qualité de la politique de best execution proposée par son intermédiaire ;
- l'extension de l'obligation de mettre en œuvre des politiques de best execution aux services de réception et de transmission des ordres ou de la gestion de portefeuille n'est acceptable que dans les cas où le client n'a aucune relation contractuelle directe avec le négociateur. Le champ d'application de la best execution pour le transmetteur d'ordre devrait se limiter aux deux obligations suivantes :
  - **transmettre les ordres reçus de leurs clients dans les plus brefs délais à un membre de marché,**
  - **choisir un ou plusieurs membres de marché qui a établi une politique des ordres efficiente.**
- Les banques françaises collectent les ordres des clients retail par le biais des systèmes industriels automatisés qui envoient, selon les cas, les ordres à un ou des intermédiaires chargés de l'exécution. Les relations avec les clients font déjà l'objet de contrats qui correspondent à l'ouverture des comptes titres. Le nombre de compte titres en France est estimé à environ 15 millions.
- Les dispositions adoptées par CESR ne peuvent être insérées que dans les contrats noués avec les nouveaux clients **ou ceux** qui en font la demande mais il est matériellement impossible de faire résilier tous les contrats existants et d'obtenir **avec certitude** la signature du client.

## **DETAILED RESPONSES TO THE CP QUESTIONS**

### **1. Best execution**

#### **1.a. *Best execution – factors***

Q1: Are the criteria described above relevant in determining the relative importance of the factors in Article 21(1)? How do you think the advice should determine the relative importance of the factors included under Article 21(1)?

Answer:

La formulation de la question pourrait laisser supposer que pour CESR il existerait une formule parfaite sous la forme de critères pondérés, permettant de déterminer la best execution.

De fait, il n'existe pas de formule qui réponde à la multiplicité des demandes des clients et même pour un même client les demandes peuvent être différentes en fonction des segments de marché sur lesquels il est amené à intervenir. Une telle formule réduirait l'innovation et la capacité des intermédiaires à fournir des services à valeur ajoutée pour les clients. Enfin, les systèmes étant industriels et automatisés pour diminuer les coûts et les erreurs, la FBF constate que les facteurs prix, rapidité et taille peuvent être pris en compte mais pas les autres facteurs plus qualitatifs.

La FBF considère que la question est contredite par le mandat donné à CESR (3.4.1.). Il est demandé à CESR « to provide criteria that firm may use to assess the relative importance of the factors » (page 73 of the Consultative Paper).

La FBF considère donc que les établissements doivent être libres de fixer les critères de leur politique d'exécution et leur pondération sous réserve d'une bonne information de leurs clients.

En ce qui concerne les coûts, les coûts de custody n'ont pas de lien avec la best execution qui doit permettre de choisir les différents venues, c'est-à-dire l'exécution et non au problème de custody qui ne dépend pas des venues.

CESR doit expliciter les raisons éventuelles de la prise en compte des custody fees pour la best execution.

Q2: Are there other criteria that firms might wish to consider in determining the relative importance of the factors? Do you think that the explanatory text clearly explains the meaning of all the different factors in respect of the different financial instruments?

Answer:

La FBF considère que la best execution doit être adaptée aux instruments financiers visés.

Il est possible qu'en fonction des instruments concernés et des évolutions des types d'ordres d'autres facteurs existent. Il appartiendra alors aux établissements de les inclure pour répondre aux besoins exprimés par la clientèle.

Q3: How might appropriate criteria for determining the relative importance of the factors in Article 21(1) differ depending on the services, clients, instruments and markets in question? Please provide specific examples.

Answer:

Comme la FBF l'a précisé dans son executive summary, la best execution ne peut se réduire à une formule basée sur des critères pondérés. Elle doit tenir compte des différents segments de clientèle et du caractère spécifique de la transaction et des innovations à venir mais aussi de l'offre que propose l'intermédiaire.

Les forces du marché joueront un rôle central dans l'apparition de formules mais qui seront diverses, adaptées et nombreuses.

Q.4: Please provide specific examples of how firms apply the factors in Article 21(1) to determine the best possible result for their clients. –

Answer:

Il est impossible de donner des exemples. De nombreux scénarii sont possibles.

En revanche, la FBF profite de cette question pour souligner la nécessaire réflexion complémentaire concernant l'application de la best execution à l'activité de réception transmission d'ordres et gestion de portefeuille.

### 1.b. Venues

Q.1: What investment services does your firm provide?

Q.2: How many venues does your firm access now? Does your firm expect to access more venues after the Directive becomes effective?

Q.3: What factors does your firm consider in selecting and reviewing venues?

Q.4: Please provide specific examples of costs you consider in evaluating venues.

Q.5: How do costs affect your decisions about venue selection?

Q.6: Do you take account of implicit costs such as market impact? Is the question of implicit costs only relevant to firms that act as portfolio managers?

Q.7: What specific events have led your firm to re-evaluate venues in the past? Please provide examples of how your firm has changed the venues that it accesses as the firm, its clients, or markets have changed. In addition, we invite comments on the following issues:

Answer:

La FBF ne peut répondre en tant qu'association. Elle considère que les réponses à ces questions seront fournies par les établissements ce qui fera apparaître d'ailleurs l'impossibilité de réduire la best execution à une formule unique.

Q.8: Have we identified the key criteria?

Q.9: What data is available to carry out these reviews? If no data is available, are market solutions likely to provide it?

Answer:

D'une manière générale, les facteurs ont été identifiés. Ces facteurs pourraient être utilement validés par les autorités. La solution proposée par la FBF est que les régulateurs analysent les informations dont ils disposent et fournissent un benchmark sur la base de ces critères.

### ***1.c. Monitoring execution quality***

Q.1: What kinds of monitoring arrangements do firms use now?

Answer:

Les différents marchés relèvent d'une problématique différente. Les mécanismes utilisés pour gérer la qualité de l'exécution se différencient aussi suivant les acteurs : brokers, fund manager et correspondent à leur type de clientèle, aux services demandés. La conclusion de notre analyse est que CESR, s'il veut introduire des règles concernant ce processus, doit adopter des règles souples couvrant des techniques très différentes.

Q.2: How frequently do firms monitor execution quality?

Answer:

La fréquence varie en fonction des évolutions des marchés et de la demande de la clientèle.

Il convient de rappeler que l'offre dans ce domaine est très concurrentielle et la demande domine l'offre et pas l'inverse. CESR considère que le marché est dirigé par les intermédiaires alors qu'il est dirigé par les investisseurs.

Q.3: What data is available to aid firms in their monitoring obligations? What does the data cost?

Q.4: In what respects does the frequency with which firms monitor execution quality depend on the types of instruments, clients, markets and investment services in question? Please provide specific examples.

Q.5: What, if any, market data do firms consult in order to monitor execution quality?

Q.6: What additional data do firms expect to use after the Directive's transparency requirements become effective?

Answer:

Les informations sont nombreuses.

#### **1.d. Timing of venue assessments**

Q.1: How frequently do firms review the venues to which they direct orders on behalf of clients?

Answer:

La FBF estime qu'il est difficile pour CESR de prédéterminer des obligations dans un domaine où les situations peuvent évoluer très rapidement comme pas du tout. Le risque est en effet de fixer contraintes trop élevées ou au contraire trop légères par rapport aux besoins réels.

Par exemple, le marché actions : la concurrence entre ces marchés n'est pas aujourd'hui une réalité, une obligation annuelle paraît largement suffisante. Mais qu'en sera-t-il demain ? En combien de temps la liquidité d'un titre est-elle susceptible de se déplacer d'une *venue* à l'autre ... ?

Or s'il est légitime que le régulateur se préoccupe d'une révision suffisamment fréquente pour apporter des garanties suffisantes au client, il convient de tenir compte que toute contrainte a un coût. Le risque est donc, soit une augmentation tarifaire préjudiciable au client, soit une réduction de la concurrence dès lors qu'il est probable que de nombreux établissements n'auront pas la capacité d'absorber ce surcoût. Il y a donc ici un réel enjeu à dimensionner aussi précisément que la contrainte pesant sur les intermédiaires.

Compte tenu de la difficulté de cet exercice pour les raisons précédemment évoquées, la FBF estime que la solution est double. D'une part, la mise en œuvre d'une contrainte qui reste suffisamment souple, par exemple annuelle. D'autre part, dans la mise à disposition publique d'un outil de benchmark permettant au client d'évaluer la politique de meilleure exécution qui lui est proposé, et forçant corrélativement les intermédiaires à adapter leurs politiques de meilleure exécution en fonction des évolutions traduites au travers de ce benchmark.

Un tel outil de benchmark public est d'autant plus nécessaire que l'obligation pour les intermédiaires de définir, évaluer et revoir leurs politiques de meilleure exécution n'a en tout état de cause de sens que par rapport à un référentiel.

Dans un univers européen où les données de marché vont rester relativement morcelées ou, en tout état de cause, coûteuses à rassembler, il paraît assuré que les établissements ne disposeront pas tous des mêmes capacités techniques, humaines et financières pour benchmarker leurs politiques de meilleure exécution. Dans la mesure où cette même situation ne paraît pas envisageable au niveau des régulateurs, qui devront bien au moins disposer d'un outil homogène de contrôle *ex-post* des politiques de meilleure exécution, la FBF considère donc qu'il serait particulièrement approprié qu'un outil de benchmark soit élaboré au niveau de CESR, organisme dont la neutralité ne peut être mise en doute, et mis à la disposition des acteurs de marché.

La FBF observe que cette problématique est directement liée à deux points que CESR relève par ailleurs sans toutefois, et cela est regrettable, les lier à la question de la meilleure exécution:

- d'une part, celui de la consolidation des informations *post-trade* qui apparaît totalement nécessaire,
- d'autre part, celui de la détermination du «*most relevant market in terms of liquidity*». La FBF souscrit ici totalement à l'observation selon laquelle «*computing liquidity is not only difficult but also time consuming and costly*».

Q.2: Do firms re-evaluate their trading venues:

- ❖ whenever there is a material change at any of the trading venues ?
- ❖ whenever there is a material change at the firm that affects its execution arrangements?
- ❖ whenever the firm's monitoring indicates that it is not obtaining the best possible result for clients on a consistent basis?

Q.3: What difficulties would firms face in reviewing their execution arrangements in response to each of the foregoing events?  
Q.4: Do venues make firms aware of material changes in their business?  
Q.5: Please provide examples of instances in which firms have changed the venues that they use.

Q.1: At present, how many venues do firms access directly? Indirectly?

Answer:

Cette question ne s'adresse pas à la FBF.

Q.2: Should an investment firm be required to provide clients and potential clients with information on the percentage of a firm's orders that have been directed to each venue?  
Q.3: For example, should an investment firm be required to disclose to clients and potential clients what percentage of its client orders were executed in the trading venues to which the firm directed most of its client orders (to cover, at least 75% of the transactions executed)?  
Q.4: How frequently should investment firms make this information available to clients? On a quarterly basis, for example?  
Q.5: Should firms be required to update the information to reflect recent usage? How frequently?  
Q.6: Are there any other categories of information that a client or potential client needs to be adequately informed about the execution services provided by firms?

Answer:

Il ne faut pas confondre les informations nécessaires pour le client. Le niveau 2 ne doit pas introduire de confusion entre la politique d'interne d'exécution et l'information nécessaire aux clients.

Q.7: Should the information provided by portfolio managers and firms that receive and transmit orders be different from that provided by brokers? What are the key differences?

Answer:

La FBF considère que ce type d'information suggéré dans la section précédente serait excessive pour les gestionnaires de portefeuille, les intermédiaires qui reçoivent et transmettent les ordres et les brokers.

Q.8: Have all of the key conflicts of interest been identified?

Answer:

Pas de réponse à ce stade.

Q.9: When should firms be required to provide required disclosure to clients and potential clients?

Q.10: Is there any reason to impose different timing requirements for disclosure under Article 21 than are required in the Level 2 measures under Article 19(3)?

Answer:

Les clients doivent recevoir l'information appropriée avant la fourniture du service.

## **2. Post-trade transparency for intermediaries (page 91 of the CP)**

Q13.1: Do consultees support the method of post-trade transparency (trade by trade information), should some other method be chosen (which)?

Q13.2: Do consultees support the inclusion of "aggregated information" in paragraph 22 or should it be left for market forces to provide on the basis of the information disclosed under paragraph 21. If it is included what should the content be?

Q13.3: Do consultees support the two week period for which the post-trade information should be available?

Q13.4: Should some minor trades be excluded from publication (and if so, what should be the determining factor)?

Q13.5: Do consultees agree on the method of defining the time limit in paragraph 24 and is the one minute limit capable of meeting the needs of occasional off-market trades?

Q13.6: Do consultees support the view that only intermediaries who have created a risk position to facilitate the trade of a third party should benefit from deferred publication or should all trades which are above the block size be eligible for deferred publication? Q13.7: Should the identifier of a security be harmonised and if so to what extent? What should be the applicable standard (ISIN code, other)?

Q13.8: Should more information be available on stock lending? If so, which should be the content? Are there other similar types of activities which should be covered?

Q13.9: Should CESR initiate work, in collaboration with the industry and data publishers, to determine how best to ensure that post-trade transparency data be disseminated on a pan-European basis?

Answer:

***Sur les “post trade transparency requirements for regulated markets (article 45) and MTF’s (article 30) and for investment firms (article 28)”***

La FBF partage totalement le souci de CESR exprimé au paragraphe 23 lorsqu’il indique que « *the procedures for disclosing the information in paragraph 21 (trade by trade information) shall ensure that every trade is published only once* ».

Elle estime que les préconisations faites sont adaptées par rapport à cet objectif. Elle demande toutefois un délai complémentaire pour examiner la faisabilité du dispositif prévu face aux entreprises d’investissement qui n’appartiennent pas à l’Union européenne ...

La FBF n’est pas favorable à la proposition faite par CESR au paragraphe 24 selon laquelle toute publication *post trade* devrait intervenir dans un délai maximum d’une minute. Si elle partage le souci d’une publication rapide, elle estime toutefois qu’à ce stade une telle obligation est particulièrement contraignante lorsque les opérations concernées ne sont pas traitées dans des systèmes totalement automatisés, cette obligation pouvant même être irréalisable pour certaines opérations complexes.

En la matière, la FBF souhaite donc que CESR retienne un dispositif souple et évolutif qui laisse à chaque acteur le temps de réaliser les adaptations internes nécessaires. Une première étape pourrait être de mettre en œuvre un système fondée sur une publication « *as soon as possible* », formulation qui permet quand même à CESR de contrôler *ex post* que d’éventuels différés de publication sont bien fondés. Une deuxième étape, qui pourrait être prévue dans un délai de 12 à 18 mois, serait d’instaurer un délai de publication de trois minutes avec toutefois des dérogations pour certaines opérations complexes. Une troisième et dernière étape, mais qu’il paraît trop tôt de chercher à planifier aujourd’hui, serait enfin d’instaurer le délai de principe d’une minute que propose CESR ...

Par ailleurs, alors que dans ce même paragraphe 24, CESR propose que l’information publiée reste disponible au moins 14 jours après sa publication, la FBF souligne que cette obligation paraît totalement liée à la problématique de la consolidation.

Quel est l’intérêt de la conservation de ces données pendant 14 jours si elles ne sont pas sous une forme consolidée ? Alors qu’aujourd’hui beaucoup considèrent qu’au-delà de 20 mn l’information *post trade* perd toute pertinence, qui va aller consulter en pratique ces données ? Et comment ? Cette obligation de conservation pendant 14 jours s’impose-t-elle aux diffuseurs d’informations ? Si oui, sur quelle base juridique ?

La FBF s'interroge sur la portée exacte de la dérogation accordée par CESR au travers du paragraphe 28 lorsqu'il prévoit que « *when the transaction does not include the transfer of economic risk (relating to the instrument) between counterparties the obligation to publish the transaction does not apply* ».

La FBF estime ainsi indispensable que CESR précise ce qu'il entend par "*the transfer of economic risk*", afin que cette dérogation ne conduise pas à vider l'obligation de transparence *post trade*.

La FBF comprend l'objectif de CESR lorsqu'il prévoit au paragraphe 29 que « *when transactions include transfer of shares where the price is based on other factors than current market valuation of the share, the information to be published shall include an indicator showing that the price is away from the prevailing market value of the share* ».

Elle souligne toutefois que cette formulation est ambiguë dans la mesure où elle semble laisser supposer que, dans les situations concernées, l'entreprise d'investissement, sur laquelle pèse l'obligation de publication, connaît nécessairement les motivations qui ont poussé son client à réaliser l'opération à un prix qui s'écarte sensiblement du prix de marché ... Pour éviter cette ambiguïté, il paraîtrait plus adapté de prévoir que : « *when transactions including transfer of shares where the price is away from the prevailing market value of the share, the information to be published shall include a specific indicator* ». Cela peut concerner une opération correspondant à l'exercice d'une option ou une vente à terme.

La question est toutefois alors de déterminer qui est responsable de l'ajout de cet indicateur et sur quelles bases le fait-il ? En d'autres termes, à partir de quand doit-on considérer que la transaction est «*away from the prevailing market value of the share*» ?

La FBF, comme CESR, n'est pas favorable à une dérogation en matière de transparence *post trade* pour les *minor trades*. D'une part, la consolidation des *minor trades* peut donner une image constitutive d'un signal important pour le marché. D'autre part, dans la mesure où les entreprises d'investissement auront de toutes les façons à mettre en œuvre les procédures adéquates tant pour les autres transactions que pour le reporting, l'intérêt pratique de cette exonération n'apparaît pas.

Concernant les paragraphes 30 et 31 ainsi que la Question 13.4, la FBF est bien entendu d'accord avec CESR pour différer la publication d'une information lorsqu'il existe un risque pour l'intermédiaire. Elle souligne toutefois que le délai que doit fixer CESR au-delà duquel l'information devra en tout état de cause être publiée doit rester suffisamment court. En France par exemple, s'applique aujourd'hui un délai maximum de 24H qui paraît constituer une contrainte adéquate.

Concernant la Question 13.7 : la FBF estime indispensable l'harmonisation de la codification des valeurs mobilières. Cette harmonisation doit se faire en recourant au code ISIN qui constitue un standard international indiscutable.

Concernant la Question 13.8 : la FBF estime utile à l'information du marché que soient publiés les volumes sur lesquels portent les opérations de prêts emprunts : un fort volume peut en effet être révélateur d'une position short.