

Une version française de ce document est disponible à partir de la page 19.

IMPLEMENTING MEASURES FOR THE MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE (MiFID)

Aspects of the Definition of Investment Advice and of the General Obligation to Act Fairly, Honestly and Professionally in the Best Interests of Clients

Best Execution

Market Transparency

Second consultation paper (March 2005)

AFEI's observations

1. As it prepares its advice for the European Commission on implementing measures for the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), CESR began a second round of consultation on client relations, best execution and market transparency on 3 March 2005 (CESR/05-164).

2. The French Association of Investment Firms (AFEI)¹ is closely monitoring CESR's work in this area and we have a number of observations to make. These are summarised in the box on the following page and dealt with in detail in the remainder of the document².

3. To begin with, and on a general note, we strongly regret the **short timeframe provided for this consultation**: in the first place, the paper contains new proposals by CESR; in the second, some of the analyses are either incomplete or fail to reflect observations raised during previous consultations; and in the third, responses are expected on issues of decisive importance for the functioning of financial markets, such as threshold assessments.

We do not believe that CESR can realistically achieve a satisfactory and collaborative result when such a short space of time is given both for responding to the paper and drafting CESR's final advice.

4. Right now the industry has neither the requisite distance on these questions nor complete data. Accordingly, we urge **caution**. We want to stress the need for a **pragmatic approach**. Also, provision must be made for **assessing** the impact of the mechanisms and thresholds that CESR proposes and for making adjustments where necessary.

¹ The French Association of Investment Firms comprises nearly 130 investment service providers, mainly investment firms, but also credit institutions authorised to provide investment services. The majority of AFEI members operate in the fields of equities and derivatives. Approximately one-third are subsidiaries or branches of foreign institutions.

² We would like to thank CESR for numbering the paragraphs of the consultation paper as we requested. This makes it easier for us to formulate our observations.

On the general obligation to act fairly, honestly and professionally and in accordance with the best interests of the client – lending to retail clients

- ❖ The **Level 2 detail on lending scenarios** is **neither necessary nor valid**.

On best execution

- ❖ The document does not offer all the expected responses and disregards a number of concerns raised by practitioners.
- ❖ **Order transmitters and portfolio managers should not be directly subject to best execution obligations**. This proposal would create a confusing and needless accumulation of obligations.
- ❖ We **support the flexible approach adopted by CESR to determine the relative importance of the factors to be taken into account for best execution**, but we ask that certain principles be gradually clarified.
- ❖ CESR is vague about the **impact of best execution on business models** investment firms may adopt.
- ❖ The information provided to clients must be relevant and should not include information that has commercially-strategic importance for the investment firm.
- ❖ Best execution requires **comparability** and so should not apply to futures contracts negotiated over-the-counter.

On market transparency

- ❖ The calculation methodologies and thresholds proposed by CESR are based on **incomplete and/or missing data**. These arrangements will have a decisive impact on market functioning post-MiFID, so it is vital to have procedures for **assessment** and, where necessary, **adjustment**.
- ❖ We do not want calculations to be confined to data from central order books. Rather they should take into account all orders executed.
- ❖ The definition of systematic internalisers should be based on **qualitative and quantitative factors**, but the latter set of criteria needs to be reviewed. In particular, AFEI proposes lowering the first threshold to **15%** and to disregard at this time the second criteria.
- ❖ The criteria used to define liquid shares are relevant and should be kept at the level of the European market.
- ❖ SMS calculations should be based on **orders executed** not transactions.
- ❖ The methodology proposed for block regimes is suitable. We wish to emphasise the risks associated with the proposed 95% threshold, which would lower thresholds to a level contrary to the spirit of the directive.
- ❖ CESR's proposal on timeframes for post-trade disclosure obligations needs to be improved.

Chapter I - 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

➤ *The Level 2 detail on lending scenarios is neither necessary nor valid*

5. Article 19(1) of the directive states a general principle of fair treatment for clients. In the second consultation, however, CESR concentrates on a scenario in which a financial institution makes a loan or arranges credit to enable a client to carry out a transaction in a financial instrument.

6. AFEI fully supports the second approach described by CESR on page 6 of the consultation paper, which proposes no further specific Level 2 elaboration in relation to loans and credits. The principle contained in Article 19(1) is first and foremost a general principle applicable to the entire range of activities covered by the MiFID. This principle is intended to guide professionals in all circumstances and lies at the heart of the system that will govern their activities. Precisely because of the principle's general nature, there is no need for specific Level 2 provisions that might restrict its application to retail-client lending situations.

7. In any event, from revolving credits to consumer loans, there are many ways for clients to obtain a loan or credit without turning to an investment firm. There is no reason why a client who gets a loan or credit from an investment firm to conduct a financial transaction should be treated differently from a client who gets a loan or credit from a credit institution and then approaches an investment firm to carry out a financial transaction. In both cases, the investment firm will be required to fulfil the same obligations, which are defined in MiFID Article 19(1). The provisions proposed in Box 1 go a step beyond by requiring the investment firm to verify the suitability of the loan or credit.

We therefore ask CESR not to include the provisions proposed in Box 1 (**Question 1**).

8. As regards the principle of different treatment for clients, AFEI believes it is essential to maintain the principle of assessing the client's expertise, experience and knowledge and hence of treating retail and professional clients differently. This is in the best interest of clients themselves

On this point, we refer to the joint paper prepared in collaboration with other European associations (ISDA, IPMA, LIBA, SSDA, among others), on implementing measures for Article 19(7) (duty to inform clients) (*AFEI response/note 19*).

9. Furthermore (**Question 2**), we firmly support the idea that investment firms should examine their clients' investment objectives as well as their financial situation. If a financial institution is to act in its client's best interests, it must analyse that client's overall situation.

Chapter II - Definition of investment advice (Article 4(1)(4))

A. - Concerning the questions raised by CESR: generic or specific advice?

➤ *An incomplete analysis*

10. CESR returns to the question of whether the definition of investment advice should be limited to recommendations on specific financial instruments or whether it would be more appropriate to include more generic information. We note that in seeking to resolve this question, CESR has thus far merely analysed the consequences of the two alternatives, without actually proposing any implementing measures.

11. In any event, and with respect to MiFID Article 4(4), which defines investment advice as “the provision of personal recommendations to a client, either upon its request or at the initiative of the investment firm, in respect of one or more transactions relating to financial instruments”, AFEI reiterates that the only legally acceptable answer is to consider investment advice as encompassing the provision of recommendations on clearly specified financial instruments. This would therefore exclude advice about using a particular services provider, even when the provider is an investment firm.

B. - On the matter of personal recommendations

➤ *A need to refer to the client's personal situation*

12. CESR does not mention personal recommendations except to say that it is continuing to work on this point. Given the importance of the question, however, CESR must give professionals a definitive opinion on these points before submitting its consolidated paper to the European Commission.

13. In our response to the first public consultation, we indicated that the approach in this regard had to be based on the client's personal situation.

To draw a distinction between personal recommendations, general recommendations and marketing communications, AFEI believes it is necessary to consider the information that supplied the basis for the recommendation. If a recommendation is based on information assembled under a "know your customer" approach, it is a personal recommendation; otherwise, it is a general recommendation or a marketing communication.

14. More generally, we feel it is a pity that CESR failed in either the first or second consultations to look at the question of the respective scopes of investment advice and financial analysis. The Market Abuse Directive also uses the term recommendation, raising overlap issues.

Accordingly, we once again ask CESR to look more closely at the line between investment advice and financial analysis (cf. AFEI/05-04, § 6).

Chapter III - Best execution

➤ *An unsatisfactory consultation paper*

15. We are surprised that CESR consultation paper still deals superficially with many of the questions raised in our response paper (AFEI/04-29), and in many cases offers no conclusive answers.

This is especially disappointing because the one-month deadline allowed for responses to this consultation makes it hard to maintain a constructive approach, by which we mean an approach that strives to understand and take on board CESR's concerns as reflected in its consultation paper, to adjust proposals accordingly, and in so doing to identify optimal solutions that meet the expectations and needs of regulators and market participants alike.

In any event, it is extremely difficult, if not impossible, to draft precise written proposals on the different points raised below. The disparities between CESR's line of reasoning and our own are so great and deadlines for this consultation and CESR's work so tight that we fear that such proposals might be discounted out of hand.

➤ *A need for clear Level 2 guidelines to ensure minimum harmonisation across Member States*

16. As we are constantly repeating, one key advantage of the Lamfalussy procedure is that it permits greater harmonisation by reducing the latitude afforded Member States in transposing the same directive. Clearly, though, increased harmonisation is possible only if Level 2 has real content and does not merely state general principles.

In view of the many issues unanswered by CESR and addressed below, we are extremely doubtful that CESR will be able in the time allotted to propose advice to the European Commission that will help to harmonise the national legal frameworks.

A. - General obligation to act honestly, fairly and professionally and in accordance with the best interests of the client (article 19(1))

➤ *A flawed approach*

17. The vast majority of respondents questioned CESR's earlier proposal to extend best execution requirements to order transmitters and portfolio managers. Given this fact, it is at the very least problematic that CESR should propose reintroducing the proposal via Article 19(1), particularly since it continues to follow the same rationale as before, without tackling respondents' objections. This thoroughly disheartening approach discourages respondents from trying to be constructive.

➤ *Unclear but potentially important diagrams*

18. The diagrams used with paragraphs 15 to 18 of the consultation paper are of potentially great importance. We are concerned in particular about the difference between figures 1 and 2. In both instances, a choice has to be made, based on order category, between the trading venues included in the execution policy.

However, if there is indeed a difference between the two diagrams, AFEI believes it should be spelled out, given its importance for assessing best execution requirements. That said, the explanation should be couched in general terms – with the purpose of clarifying the understanding of best execution – and must

not be used merely to support the argument for order transmitters and portfolio managers to be made subject to best execution obligations.

➤ ***Failure to take into account the transparent or non-transparent quality of the transmitter or manager***

19. We fail to understand the core arguments in paragraphs 20 to 29 of the consultation paper, except as justification for a determination to apply best execution requirements to order transmitters and portfolio managers. As we said in the first consultation (AFEI/04-29), we still believe that to make sure that the mechanism is consistent with real-life operating conditions for order execution, order transmission and portfolio management, and also to avoid an accumulation of best execution obligations, which would be unlikely to function smoothly, it is vital to make a clear-cut distinction between two types of situation, depending on whether the transmitter or manager is "transparent" to the client.

20. Situations where a transmitter or manager can be considered "non-transparent" are those in which the client has no direct contractual relationship with the trader.

Here, since the trader cannot be liable to the final client for best execution, that obligation must fall on either the transmitter or the manager. Accordingly, it is up to the manager to set out its commitments in an execution policy, within the meaning of Article 21.

In practice, the system will almost certainly work on a "cascade" basis. In other words, the best execution commitments made by the "non-transparent" transmitter or manager in respect of the client will simply mirror the commitments made by the trader to the transmitter or manager. Therefore, if the client were to render the "non-transparent" transmitter or manager liable for breach of its best execution commitments, they in turn would render the trader liable¹.

21. Accordingly, AFEI wishes to draw CESR's attention to the fact that it is not possible to require the transmitter or manager to select the "best" trader for each order, as the directive requires them to do when selecting a venue. Not only would such a constraint distort the concept of best execution in a substantive and legally questionable manner; it would also be inappropriate, whatever the circumstances. In practice, the transmitter or manager generally does business with only one trader or, at most, a handful of traders².

22. Situations where the transmitter or manager can be considered "transparent" are those in which the client has a direct contractual relationship with the trader.

In these circumstances, the trader obviously has a best execution obligation to the client, and we see no reason to add another such obligation from the transmitter or manager. What is important is that at least one person in the intermediation process should be required to deliver best execution to the client.

¹ Even if there were no execution policy linking the trader to the transmitter or manager within the meaning of the directive (e.g. because the transmitter or manager is classified as an eligible counterparty), the trader will probably make a contractual commitment to the transmitter or manager, allowing them to render it liable in the event of non-compliance with their execution policy caused by a trader default.

² At present, a firm will rely on multiple traders only in two broad types of situation. The first is for back-up. This is particularly the case for banking networks that channel stock orders to their trading subsidiary but that, for the sake of business continuity, have made contingency plans to transit through other traders. Here, the transmitter or manager will probably put commercial pressure on back-up traders to align their best execution commitments on those already worked out with the trading subsidiary. The second type of situation consists in maximising the service provided to the client. Depending on their characteristics, orders are channelled to the trader likely to deliver best execution. In practice, such situations are encountered primarily when clients seek to execute orders outside the home market. (The same trader is unlikely to be able to execute orders both on the NYSE and on the Tokyo stock exchange.) Accordingly, firms can put in place as many execution policies as they have traders. For example, they might state that "For orders of such-and-such amount and/or for such-and-such a financial instrument, our execution policy is..."

The observation that, in practice, the relationship between client and trader is "imposed"¹ by the transmitter or manager is immaterial. In fact, it highlights the fact that the relationship between transmitter/manager and trader is based on factors other than best execution – for example, access to research or market intelligence. In practical terms, the relationship should be governed not by Article 21 of the directive but by Articles 13 and 18.

We wish to stress in particular that this approach fully addresses the concerns raised by CESR in paragraph 28. If the manager is non-transparent, it has a best execution obligation as the CESR wishes. If on the other hand the manager is transparent, there is no reason to require best execution since the trader naturally has a direct best execution obligation towards the client.

In this context, we must emphasise that we cannot support the statement that "Inducements such as research must be a secondary consideration" to best execution. How can we compare the few basis points that "poor execution" might cost with the potential "cost" of a poor investment decision or a worse decision than might otherwise have been obtained from access to good research? For "good" managers, execution quality is just one factor among many, including research quality or the quality of middle and back offices. It is up to the manager to assess the respective importance of these different factors when selecting traders.

➤ ***An inadequate proposal***

23. For all reasons stated above, we completely reject CESR's proposal in **Box 1**, which fails to draw a distinction between transparent and non-transparent transmitters and managers.

B. - Criteria for determining the relative importance of the different factors to be taken into account for best execution (21(1))

➤ ***A suitable overall approach, but several aspects need clarification unless a pragmatic approach is taken***

24. We support CESR's overall approach, which leaves investment firms considerable latitude for assessment as they implement their execution policy. Efforts by CESR to come up with a "perfect" execution formula for firms, under which a certain weighting would be applied to the "price" side of the equation and another to the "cost" side, look destined to fail, for the reasons that we outlined in our first response (AFEI/04-29, § 8).

Still, best execution obligations remain under the authority of the regulators, and it is therefore important to provide a few criteria that will ensure a certain amount of consistency in interpretation. Otherwise, there is a significant risk that interpretations could diverge, resulting in best execution systems of varying strictness across Member States. Given our concern to promote the widest possible harmonisation (restated in § 16 above), we are of course not in favour of such an outcome.

25. It is all the more important that CESR provide clarification because in paragraph 40 of its consultation paper, it rejects the proposal made by several participants, including AFEI (AFEI/04-29, § 9), "that Article 21 leaves it to investment firms to define what best execution is and how to achieve it, so long as these decisions are clearly disclosed to clients". Instead, CESR says that while it "recognises that the

¹ Transmitters and managers do not "work" with as many traders as they have clients. In practice, a client that wants to use a particular transmitter or manager is required to enter into a contractual relationship with a trader imposed by the transmitter or manager. This is indeed the most common way of doing things. But it is also possible that a client with sufficient commercial clout could "force" a transmitter or manager to "work" with a particular trader if that trader wishes to capture the client's order flows.

Level 2 advice must be flexible enough to work well across a range of clients, instruments, and markets, it is too much to say that best execution means whatever an investment firm says it means”, the following should also be taken into account: “The Level 1 text contemplates that there is a best possible outcome and investment firms must be held accountable for taking all reasonable steps to achieve it”.

For this reason, we fail to understand why it is that CESR gives almost no guidance on either the negative or positive side that would aid investment firms to assess the steps with which to achieve the “best possible outcome”. If CESR is sure that a best possible outcome exists, why is it unable to offer useful clarification?

26. An alternative would be for CESR, in agreement with the European Commission, to take a pragmatic approach. Based a review of observed practices, lessons could be drawn at regular intervals, say, every nine months, in an effort to gradually determine the principles that would underpin best practice procedures.

An approach of this kind would make it possible to ensure consistent interpretation by CESR members, promoting uniform application of the best execution rules.

➤ ***How to assess the price / cost pairing?***

27. It is especially important that CESR explain its analysis of the linkage between the price and cost factors in best execution policies. Price is a central factor for the delivery of best execution and one that seems hard to dissociate from the cost factor. Moreover, CESR acknowledges this relative importance when, in paragraph 39 of the consultation paper, it “considers that in the case of a service provided to a retail client, if the investment firm gives or might give a factor other than price or cost more importance than any of price or cost for the purposes of Article 21(1) of the Directive, an explanation of why this is in the best interests of its retail clients should be given to the retail clients”.

However, insofar as CESR agrees to implement a pragmatic approach such as suggested above (cf. §26), the importance of these clarifications would be lessened. Even so, they would still have some use, even if at this stage the analysis could remain relatively general in scope.

28. In this connection, we would particularly like CESR to extend its analysis of the conditions for comparing net and gross prices for the purposes of best execution requirements. For example, while order-driven markets indicate a gross price, which will be higher or lower depending on the intermediary's commission, price-driven markets and intermediaries acting as principals give a net price that builds in their commission with no breakdown.

The obvious solution is to compare net prices only, these being obtained in order-driven markets by adding the gross price and the intermediary's commission. However, this approach can be fully applied only for retail clients. In the case of institutional clients (a broader category than the professional clients category recognised by the MiFID), the net solution fails to take account of market practice on at least three points:

- First, in almost all cases the commission charged for intermediation services includes commissions for other services, such as the provision of research or, in a connected but more intangible way, the supply of “good” investment or disinvestment “ideas”.
- Second, the commission charged for intermediary services is harder to assess on individual transactions and easier to assess in respect of a set of transactions. Clients often agree to pay more for certain transactions in return for a “good price” from the intermediary on others.
- Third, competitive pressure is such that clients are often strongly positioned to negotiate the price of each transaction, using comparative data such as VWAPs, which are now easily accessible to institutional clients.

29. In this context, we feel CESR could usefully specify how it believes it would be possible to take into account “the cost implicit in a decision to trade on a phased or patient basis that arises when the market moves before the trade or investment strategy can be fully implemented” (See footnote 14 of the consultation paper). At the moment when it is taken, the decision relies necessarily on an expectation that the market will not move in an unexpected direction.

30. On another note, we would like to know what implications we can draw from the fact that the custody fees factor, which we criticised previously (AFEI/04-29, § 10), is not excluded.

C. - Trading venues to be included in the order execution policy (21(2)) - Obligation to monitor and update the order execution policy (21(3))

➤ *An suitable overall approach, but one that also calls for a pragmatic solution*

31. On these questions too, we approve of CESR's overall approach, which reflects the difficulty inherent in determining the relative importance of the factors that go into best execution.

However, as mentioned above (cf. § 26 *et seq.*), since regulators retain authority for determining the relative importance of best execution factors, and since it is important to ensure some consistency of interpretation across Member States, we favour a pragmatic approach. Thus, CESR should carry out a regular review of observed practices, teasing out guidelines that should enable intermediaries to monitor best execution policies in accordance with the wishes of the regulators.

➤ *The analysis still falls short on several key points*

32. In our response to the first consultation paper, we went to some lengths to highlight one of the major issues associated with these questions of monitoring best execution policies (AFEI/04-29, § 11 *et seq.*). In particular, we talked about the consequences associated with the growth of competing venues that trade a small number of securities compared with the fuller range traded on the “historical market” and likely to be of interest to the intermediary's clients.

While CESR was certainly guided by this concern in some aspects of its assessment, we are disappointed that the analysis was not taken further.

33. Notably, we would like to see a clear argument on the question of whether an intermediary is entitled to offer access to just one venue in its best execution policy. On the one hand, CESR stresses that “this is a difficult question to answer in the abstract” (§ 55), that “firms should not use their business model to justify exclusion of a venue that would enable the investment firm to achieve the best possible result on a consistent basis” (§ 49), and that “commercial considerations do not obviate the requirement to use venues that provide the best possible result on a consistent basis” (§ 95). On the other, CESR recognises that it is necessary “to make clear that Article 21 does not regulate the amount of the commissions that a firm itself charges to its clients” and that it “does not consider these charges to be “costs” for purposes of Article 21 and Article 21 does not require firms to consider how the impact of their own commissions on the total result to the client compares with the commissions charged by their competitors” (§ 62). But at the same time, CESR also says that it “wishes to emphasise that even if a firm accesses only one execution venue, it nevertheless must comply with the requirements in Article 21 with respect to the selection and review of execution venues” (§ 55).

These comments paint an unclear picture. Which is why CESR asks for information on “situations and circumstances in which a firm might satisfy the requirements of Article 21 while using only one execution venue” (§ 56).

34. Following directly from our earlier comments, we wish to emphasise that, in our view, there are potentially many situations in which access to a single market may be a worthwhile option. Some French retail investors, for example, want to trade only in French securities. For them, the necessary additional costs associated with access to multiple trading venues and implementation of a best execution policy to manage multiple access cannot be justified in comparison with the simple offer of access to Euronext alone.

Conversely, in the post-MiFID environment, it seems illusory to believe that an intermediary could offer institutional investors a business model based around access to just one venue.

35. Precisely, then, the question is whether the best execution obligation governs the intermediary's offer of services: "I agree to execute orders only on venue A".

We observe at this stage that to conclude that it was impossible to achieve such an outcome with best execution could have serious ramifications, touching directly on the question of the complexity of monitoring best execution policies. The more complex the monitoring process, the greater the risk that participants will form cartels, as few will have the requisite technical, HR and financial resources.

Accordingly, we ask CESR once again to introduce a public benchmarking tool that will allow clients and market intermediaries to assess the quality of best execution policies.

D. - Information to the clients on the execution policy of the firm (21(3))

➤ ***Need to demonstrate the usefulness of information on execution venues***

36. AFEI welcomes CESR's determination to extend its analysis of this issue. In general, we found the different points raised in the first consultation to be thoroughly relevant.

In this regard, we believe it would be useful if CESR were to assess the overall amount of information to be supplied under the MiFID.

➤ ***Why create a general obligation to deliver information "on Procedures for the Selection of Trading Venues and their Periodic Review"?***

37. We do not understand why CESR "is proposing that this information be provided in good time before the commencement of investment services" (§ 112) instead of at the client's request. If the client does not request such information, it is because he does not deem it to be useful.

A compromise solution might be to establish an initial obligation to tell the client that the information is available. Subsequently, if it became apparent that the majority of clients requested the information, a general disclosure obligation could be considered.

➤ ***The delicate matter of information on conflicts of interest***

38. While we think that the principle stated by CESR (§ 119-120) is, in essence, entirely justified, we want to draw CESR's attention to the complexity of the information that could be entailed. What is meant here by "incentives"? Does the term extend to the fact of selecting a trading venue because it offers low access costs, a powerful technical system, and efficient links with post-trading systems? By lowering the intermediary's costs, these factors could increase its margin and hence could be considered to be "incentives".

As a result, we have serious doubts about whether intermediaries will be able to usefully and comprehensibly comply with the principle that CESR is seeking to establish, unless they disclose costing or commercially-strategic information.

➤ ***In general, promote a pragmatic approach***

39. As with other issues, we would like CESR to take a pragmatic approach to these questions wherever an obvious solution cannot be identified.

Accordingly, CESR should use a regular review of observed practices to identify guidelines, gradually working out the finer details of disclosure requirements for intermediaries.

E. - Scope of the best execution obligation in relation to financial instruments

➤ ***Best execution assumes comparability***

40. We observe that CESR does not deal directly – and certainly not specifically – with the question of the financial instruments for which best execution is required. Some indications are provided, notably in paragraph 45 of the consultation paper, about the impact of liquidity.

However this is an important question, and clear guidelines are needed from CESR to prevent ambiguity down the road.

41. In AFEI's view, the evidence is that best execution is possible only if the different sites where the same financial instrument is available can be compared. Yet while it is easy to achieve this comparability in the case of instruments that are issued on a massive scale according to a standard process, the same is less true in other situations.

Of course these situations include those where, as CESR notes, the security has low liquidity even though it is issued in a standard format. More important, though, are situations where the security is not issued in a standard format and is not fungible with other securities even when they share the same characteristics. Futures contracts are the most striking example of this category.

42. In this context, we feel it is important for CESR to stipulate the conditions under which the best execution obligation is to be assessed with respect to futures contracts.

To shed light on this discussion, we suggest centering it around two propositions. On the one hand, some futures contracts are constructed on the basis of the client's specifically stated needs and expectations, with which no comparisons are reasonably available. Here, we fail to see how best execution could be applied. On the other hand, other futures contracts, although constructed to meet the requirements of a particular client, may share some comparable features with other similar instruments.

43. It is on the second point that CESR clarification is most urgent, especially with respect to the remarks made in paragraph 45 of the consultation paper, i.e. "Some non-equity markets have high levels of liquidity (e.g., some markets in interest rate swaps), providing many opportunities to compare prices".

AFEI does not deny that in some cases comparisons may be made for the purposes of best execution. However, it wishes to draw CESR's attention to the fact that a key component of these financial contracts is the respective creditworthiness of the parties involved. From this standpoint, if best execution is to be applied, we feel that CESR must first specify the criteria for comparing a contract offered by investment firm A with a contract offered by investment firm B.

44. At this stage, we think it would be simpler to establish the general principle that best execution is not applicable to futures contracts. The scope of this principle could be refined at a later stage based on the information gleaned from observing market practices.

In support of this approach, we observe that even if best execution does not apply, clients do not lose their protection because they are in any event covered by the general rules on contracts and the rules of conduct in Article 19 of the directive. Investment firms must act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of their clients.

Chapter IV – Market Transparency

➤ *The proposals successfully addressed practitioners' concerns*

45. In general, we applaud the sterling work done by CESR's Markets working group, which addressed the main concerns aired by professionals in previous consultations. We also welcomed the efforts to keep the implementing measures simple.

➤ *... but raise the need for flexible and effective procedures for assessment and, if necessary, adjustment*

46. We nevertheless wish to stress the need for flexible, rapid and efficient procedures for assessing and, where necessary, revising the calculation methods and thresholds proposed by CESR. The calculations and thresholds selected by CESR are based on incomplete data, yet these thresholds will have a decisive impact on market functioning. As a result, swift steps must be taken to verify that the thresholds comply properly with the objectives of optimal transparency established by the directive. Similarly, provision must be made for adjustment procedures (if, for example, it is found that the market band is widening, indicating a bias in price formation).

➤ *Calculations based on incomplete data*

47. In particular, AFEI wishes to draw CESR's attention to a matter of fundamental importance for market transparency: CESR's proposals on pre-trade transparency, post-trade transparency and the calculation of standard market size (SMS) are based exclusively on calculations prepared using data taken from central order books on order-driven markets.

We believe this to be a limited view. In the first place, it seems to disregard the regulated market concept that includes an entire category of transactions deemed to be carried out on regulated markets even though they have not actually been effected on the central order book. CESR does acknowledge this state of affairs by proposing a definition for "negotiated trades" that offers an exemption from pre-trade transparency. Furthermore, there are, or could be, price-driven market models whose very nature means that no transactions are concluded on a central order book. And oddly, the calculations do not count transactions conducted outside the market, even though one of the directive's goals is to permit this type of transaction. In most markets, this methodology would lead to take into account mainly small orders.

This position is particularly bad for SMS determination, because it takes into account only transactions concluded on central order books, even doing this to an incomplete extent.

A. - Systematic internaliser definition (Box 1)

➤ *The qualitative and quantitative criteria are relevant, but thresholds must be reviewed*

48. We thoroughly support the new definitions that CESR gives to describe investment firms undertaking systematic internalisation (**Questions 1.1 and 1.2**). Notably, we think that the introduction of quantitative criteria, based on the proportion of client orders executed on own account, is especially appropriate. However (**Question 1.3**), 20% looks too high to the extent that it would allow many systematic internalisers to avoid complying with their transparency obligations. We repeat the proposal that we made in our response of 20 January 2005 (AFEI / 05-04) of setting the ratio at 15%.

AFEI questions the introduction of a second threshold calculated in relation to a percentage of trading volume in a given share. AFEI considers that we do not have the requisite distance to evaluate the relevance of the proposed threshold of 0.5%. This figure would appear at first sight too high. AFEI

suggests that provision be made allowing CESR to reconsider the issue following the implementation of the Directive.

AFEI therefore proposes adding a sub-paragraph to Box 2, § 12:

The ratio defined in Article 12 shall be assessed one year after the MiFID comes into effect.
The opportunity of introducing a second criteria will be examined at the same time.

B. - Definition of the most liquid shares (Box 2)

➤ Adequate criteria that will successfully identify liquid European shares

49. AFEI believes that CESR has taken an appropriate approach (**Question 2.1**). We especially agree with the proposal to use the free float to identify the most liquid shares. The definition of the free float and the minimum amount of 1 billion euro are sound choices that will capture a number of shares commensurate with the expectations of the Association's members. Solely based on the criterion of a 1 billion euro free float, AFEI estimates that 57 French shares and 367 European shares would qualify as liquid for the purposes of Article 27.

Furthermore, we are of course in favour of calculating share liquidity at the European level, given that the aim of the MiFID is to create a single European market in securities. Introducing assessment factors tied to national criteria would be completely at odds with this goal. Furthermore, the notion of liquidity, though difficult to pin down, is necessarily a single concept that cannot mean different things in, say, London and Malta. In addition, the concept of share liquidity must necessarily be defined relative to the objectives that are assigned to it: within the framework of Article 27, since the aim is to limit the risk exposure of systematic internalisers publishing firm quotes, the reasons why the nature and dimension of this risk might differ across countries and/or markets are not evident.

C. – Pre-trade transparency (Box 3) – Regulated markets and MTFs

➤ Satisfactory new proposals

1 - General obligations (§ 73 to 78)

50. We support CESR's proposals, which take into account different market types (**Question 3.2**). We especially welcome the decision not to force regulated markets and MTFs to publish the full depth of the order book.

2 - Updating and withdrawal of quotes (§ 79 and 80)

51. We agree with the content of paragraphs 79 and 80.

3 - Exemptions from pre-trade transparency (§ 81 to 86)

52. In general, AFEI supports CESR's proposals on exemptions from pre-trade transparency. We are particularly in favour of the final provision of paragraph 84 (**Question 3.4**), which imposes pre-trade transparency on systematic internalisers making transactions whose amounts are smaller than the SMS. This provision is vital insofar as it prevents Article 27 from being made meaningless by requiring all systematic internalisers to publish quotes.

53. We wish however to stress that the general transparency obligations should be included in compliance with the client's instructions and, more generally, with best execution commitments. For

example, with some orders, the investment firm may be required to break up the order and take it to the market over a period of time. In such cases, clearly, there is no immediate pre-trade transparency for the whole order, but only for the part one wishes to take to the market.

D. - Pre-trade transparency (Box 3 cont.) – Systematic internalisers

1 - Standard market size (SMS) (§ 87 to 97)

➤ A definition based on transactions, rather than on orders executed as in the directive

54. AFEI is disappointed by the position that CESR takes in paragraph 87 of Box 3 and explains in paragraph 50 of the consultation paper. Apparently supported by the Commission and confirmed in the open hearing on March 27, this position consists in using transactions and not orders executed to calculate SMS. This approach, which lowers the SMS threshold, runs counter to the spirit of compromise achieved in adopting the directive, which was aimed at increasing market transparency in the interest of investors. It is also at odds with the letter of the directive, because Article 27 refers to orders executed and not to transactions.

We understand the difficulty that CESR encountered in gathering data on orders executed, but we do not feel that this should be an insurmountable obstacle. Most European countries have reporting systems in place, and some markets have data on orders carried out under the conditions stipulated by the regulated market (i.e. negotiated trades). We want all transactions effected on regulated markets to be taken into account and not just those concluded on the central order book.

We want CESR to use the different approaches, i.e. transactions, negotiated trades, orders executed, to simulate SMS calculations for particular markets or shares and then to compare the findings. This will provide a better understanding of what is at stake in establishing these definitions.

55. CESR appears to indicate in paragraph 51 that the calculation method currently proposed will apply during a transitional period. We would like CESR to make an explicit proposal to review Article 87 once the directive's post-trade reporting system is in place. To this end, we suggest adding a second paragraph to the article:

The procedures for calculating the average value of orders executed shall be assessed one year after the MiFID comes into effect.

➤ Unified regime for “orders large in scale compared to normal market size”

56. We agree with CESR's proposal to unify block regimes for Articles 29, 44 and 27 (**Question 3.5**).

➤ SMS in terms of value rather than number of shares

57. For now, we do not have an opinion on the number of classes that would be appropriate, given the lack on statistical data on this question (**Question 3.6**). From a technical and management standpoint, the number of classes would not be a major issue for systematic internalisers. While too many classes should not be created, we think it is important to ensure a degree of consistency within each class.

However, AFEI believes that SMS must be expressed in value terms (**Question 3.7**). Expressing SMS in terms of the number of shares would be senseless, given the possibility of fluctuations that might affect the price, and corporate events, notably in connection with share splits. Calculating SMS in value terms

simplifies the task of the competent authorities by requiring less frequent revisions and avoiding potential differences in interpretation by regulators.

58. We support CESR's proposals in paragraphs 92 to 97 on the revision and publication of SMSs (**Question 3.8**). On the question of publication, AFEI would like the data to be consolidated on the CESR website.

However, we think CESR should take a position on whether transaction internalising should be allowed during the period prior to calculation of the SMS. We favour a complete ban on internalisation in this situation.

2 - Obligations for systematic internalisers (§ 98 to 104)

59. We agree with the proposals in paragraphs 97 to 104.

3 - Size customarily undertaken by a retail investor (§ 105)

60. We support CESR's proposal of 7,500 euros.

4 - Handling orders in cases where systematic internalisers publish multiple quotes (§ 106)

61. We support CESR's proposal.

E. - Transmission of limit orders (Box 4)

62. We support the proposals in paragraphs 126 to 130.

F. - Content of post-trade information (Box 5)

➤ Silence over reporting for lending/borrowing

63. We agree with the contents of paragraphs 139 to 142 on trade reporting. We understand that CESR does not wish OTC securities lending/borrowing transactions to be disclosed.

G. – Transactions large in scale (Box 6)

1 – Waiver from pre-trade transparency obligations (§ 171-173)

64. We support the proposals contained in Articles 171 to 173. We think that CESR uses an acceptable methodology to calculate the thresholds for granting a waiver from pre-trade transparency obligations. The method has the advantage of being straightforward, which is a key factor in the daily management of trading counter activities. On a first analysis, the four classes proposed by CESR appear to be suitable.

We are not in favour of the alternative solution of defining the thresholds based on a percentage of order book trading. First, this method is less clear than the first approach; second, it would lead (especially if a threshold of 95% is used) to lower thresholds than those obtained with the first method. The outcome would be a lower SMS threshold, potentially excluding systematic internalisers from pre-trade transparency (**Question 6.1**).

2 – Time frames for post-trade transparency obligations (§174-177)

65. We think CESR's proposal is highly complex. It will be hard to understand and difficult to implement in trading rooms. Furthermore, some of the publication time frames are very long and fail to reflect the actual situation in terms of the risks to which intermediaries are exposed (**Question 6.3**).

H. - Publication of transactions (Box 7)

➤ *A key role for CESR in data consolidation*

66. AFEI broadly supports CESR's proposals on the disclosure of pre- and post-trade information. In particular, it is our opinion that paragraph 201 is a necessary condition if data consolidation is to be achieved – an important matter for well-functioning markets in the MiFID context. On this point, we agree with CESR's decision to undertake work in conjunction with the market to consider how barriers to consolidation could be reduced.

20 0 22

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

**Aspects of the Definition of Investment Advice and of the
General Obligation to Act Fairly, Honestly and Professionally
in the Best Interests of Clients**

Best Execution

Market Transparency

Second consultation paper (March 2005)

Observations de l'AFEI

1. Dans le cadre de la préparation de son avis à la Commission Européenne sur les mesures d'exécution de la directive MIF, CESR a lancé le 3 mars 2005 un deuxième tour de consultation sur les relations avec la clientèle, la meilleure exécution et la transparence de marché (CESR/05-164).

2. L'Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI)¹ suit avec attention les travaux de CESR. Elle souhaite faire valoir un certain nombre d'observations, résumées dans l'encadré page suivante et explicitées dans le reste du document².

3. A titre liminaire et général, l'AFEI critique vivement le **délai de consultation trop court** accordé pour cette consultation, alors même que de nouvelles propositions sont abordées par CESR, qu'un certain nombre d'analyses ne sont pas abouties ou ne prennent pas en compte les observations reçues lors de précédentes consultations et que des réponses déterminantes pour le fonctionnement des marchés financiers sont attendues (évaluation des seuils, etc.).

L'AFEI n'estime pas réaliste que CESR puisse aboutir à un résultat satisfaisant et concerté dans un laps de temps si court (à la fois pour les réponses et la rédaction de l'avis final de CESR).

4. Sans le recul nécessaire aujourd'hui et en l'absence de données complètes, l'AFEI appelle à la **prudence**. Elle souligne la nécessité de favoriser une **approche pragmatique** et de prévoir des **évaluations** des impacts des différents mécanismes et seuils proposés par CESR, autorisant d'éventuels réajustements.

¹ L'Association Française des Entreprises d'Investissement regroupe plus de 130 prestataires de services d'investissement, en majorité des entreprises d'investissement, mais aussi des établissements de crédit habilités à fournir des services d'investissement. Les adhérents de l'AFEI sont principalement actifs sur les marchés d'actions et de dérivés. Un tiers d'entre eux environ est constitué de filiales ou succursales d'établissements étrangers.

² L'AFEI remercie CESR d'avoir procédé à la numérotation des paragraphes du document de consultation comme l'AFEI l'avait souhaité. Cette numérotation rend en effet plus aisé le travail d'observation.

✓
Sur « General obligation to act fairly, honestly and professionally and in accordance with the best interests of the client – lending to retail clients »

- ❖ La déclinaison au niveau 2 pour les cas d'octroi de crédit n'est ni nécessaire ni valide.

Sur « Best execution »

- ❖ Le document n'apporte pas toutes les réponses attendues et néglige certaines préoccupations exprimées par les professionnels.
- ❖ **La best execution ne doit pas directement s'appliquer aux transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille.** Cette proposition reviendrait à créer une superposition d'obligations confuse et inutile.
- ❖ L'AFEI est favorable à l'approche flexible adoptée par CESR dans la détermination de l'importance relative des différents critères d'évaluation de la best execution, mais demande de préciser peu à peu certains principes.
- ❖ CESR reste imprécis sur l'impact de la best execution sur les choix de business model que peuvent adopter les entreprises d'investissement.
- ❖ Les informations fournies aux clients doivent rester pertinentes et ne pas inclure des informations commercialement stratégiques pour l'entreprise d'investissement.
- ❖ La best execution suppose la **comparabilité** et ne doit donc pas s'appliquer aux instruments financiers à terme négociés de gré à gré.

Sur la transparence de marché

- ❖ Les méthodologies de calcul et les seuils proposés par CESR vont **dans le sens de la Directive** mais sont fondés sur des **données incomplètes et/ou manquantes**. Or ces dispositions auront un impact déterminant sur le fonctionnement des marchés post-MIFID ; il est donc impératif de prévoir des mesures d'évaluation et, éventuellement, d'ajustement.
- ❖ L'AFEI souhaite que les calculs ne se limitent pas aux seules données en provenance des carnets d'ordres centraux mais prennent en compte l'ensemble des ordres exécutés.
- ❖ La définition des internalisateurs systématiques doit être fondée sur des **critères qualitatifs et quantitatifs**, mais ces derniers devraient être revus. L'AFEI propose d'abaisser le premier seuil à **15%** et de ne pas introduire d'autre critère dans un premier temps.
- ❖ Les critères utilisés pour définir les valeurs liquides sont pertinents et doivent rester au niveau du marché européen.
- ❖ Les calculs de SMS doivent prendre en compte les « **orders executed** » et non pas les « transactions ».
- ❖ La méthodologie proposée pour le régime de blocs est valable. L'AFEI souligne les risques liés à la proposition des 95% qui conduirait à abaisser les seuils à un niveau contraire à l'esprit de la Directive.
- ❖ La proposition de CESR relative aux délais accordés pour les obligations de publication post-trade doit être améliorée.

Chapter I - 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

➤ Une déclinaison au niveau 2 pour les cas d'octroi de crédit qui n'est ni nécessaire ni valide

5. L'article 19(1) de la directive pose un principe général de "*fair treatment*" des clients. Toutefois, à l'occasion de cette seconde consultation, CESR se concentre sur l'hypothèse où un établissement financier consent un crédit ou des facilités de prêt à un client, afin de lui permettre de réaliser des transactions sur instruments financiers.

6. L'AFEI s'exprime clairement en faveur de la seconde approche présentée par CESR page 6 du document de consultation et qui propose de ne pas élaborer de dispositions spécifiques au niveau 2 pour les prêts et les crédits. En effet, le principe de l'article 19(1) est avant tout un principe général, applicable à l'ensemble des activités visées par la Directive MIF, qui doit guider les professionnels en toutes circonstances et qui est au cœur de tout le dispositif destiné à encadrer leurs activités. De par son caractère général, il n'appelle donc pas de déclinaison au niveau 2 qui risquerait de cantonner son application aux situations d'octroi de crédit aux clients *retail*.

7. En tout état de cause, il faut noter qu'un client a de nombreux moyens d'obtenir un crédit sans passer par l'entreprise d'investissement (*credit revolving*, crédits à la consommation, etc.). Il n'y a pas de raison de traiter différemment un client qui obtient un crédit auprès de l'entreprise d'investissement dans le cadre d'une transaction financière, et un client qui obtient un crédit auprès d'un établissement de crédit et s'adresse ensuite à une entreprise d'investissement pour la réalisation d'une transaction financière. Les obligations pesant sur l'entreprise d'investissement doivent être les mêmes dans les deux cas, et sont définies par l'article 19(1) de la Directive. Les dispositions proposées dans la Box 1 vont au-delà en imposant à l'entreprise d'investissement de vérifier le caractère adéquat du crédit.

L'AFEI demande donc de ne pas intégrer les dispositions proposées par CESR dans la Box 1 (**Question 1**).

8. Concernant le principe d'un traitement différencié des clients, l'AFEI considère qu'il est essentiel que le principe de l'évaluation de la compétence du client et donc d'un traitement différencié du client *retail* par rapport au client professionnel soit maintenu, et ce, dans l'intérêt même du client.

L'Association entend s'en rapporter sur ce point à l'argumentaire développé de manière commune avec d'autres associations européennes (ISDA, ISMA, LIBA, FOA¹...) concernant les mesures d'exécution de l'article 19(7) (obligation d'information des clients) (*réponse AFEI/note n°19*).

9. Enfin (**Question 2**), l'AFEI s'exprime clairement en faveur d'un examen par l'entreprise d'investissement pas seulement de la situation financière du client mais aussi de ses objectifs d'investissement. Il est en effet essentiel de procéder à l'examen de la situation du client dans son ensemble pour permettre à l'établissement financier d'agir au mieux des intérêts de ce dernier.

¹ International Swaps and Derivatives Association, International Securities Market Association, International Primary Market Association, Association of Norwegian Stockbroking Companies, Bankers and Securities Dealers Association of Iceland, The Bond Market Association, Danish Securities Dealers Association, Finnish Association of Securities Dealers, Futures and Options Association, London Investment Banking Association, Swedish Securities Dealers Association.

Chapter II - The definition of investment advice (Article 4(1)(4))

A. - Concernant les questions posées par CESR: *generic or specific advice*?

➤ *Une analyse encore inachevée*

10. CESR revient sur la question de savoir s'il convient de limiter le champ de la définition du conseil en investissement aux recommandations d'instruments financiers spécifiques ou s'il serait plus approprié de couvrir des informations plus générales. L'AFEI constate qu'en vue de trancher cette question, CESR se contente à ce stade d'une analyse des conséquences de l'une ou l'autre des alternatives, sans proposer concrètement de mesure d'exécution.

11. Par ailleurs, l'AFEI réaffirme, qu'en tout état de cause et au regard de l'article 4(4) de la directive MIF qui fixe la définition du conseil en investissement selon les termes suivants : « *Investment advice means the provision of personal recommendations to a client, either upon its request or at the initiative of the investment firm, in respect of one or more transactions relating to financial instruments* », la seule réponse juridiquement envisageable est de considérer que le conseil en investissement couvre la fourniture de recommandations portant sur des instruments financiers bien déterminés et exclut donc les conseils sur l'opportunité de recourir à tel ou tel fournisseur de services, quand bien même celui-ci serait une entreprise d'investissement.

B. - Sur la problématique des "*Personal recommendations*"

➤ *La nécessaire référence à la situation personnelle du client*

12. CESR ne parle plus des « *personal recommendations* » que pour indiquer qu'il continue de travailler sur ce point. Cependant, il paraît essentiel, compte tenu de l'importance de cette question, que CESR puisse transmettre aux professionnels un avis définitif sur ces points préalablement à l'envoi de son document consolidé à la Commission européenne.

13. Dans le cadre de la première consultation publique, l'AFEI avait indiqué qu'il ne pouvait y avoir d'autre approche que celle fondée sur la situation particulière et personnelle du client (*personal situation*).

Pour différencier la recommandation individuelle de la recommandation générale ou de la communication marketing, l'AFEI estime nécessaire de prendre en considération les éléments à partir desquels a été émise la recommandation. S'il s'agit d'une recommandation émise sur la base des éléments réunis à l'occasion d'une approche du type "*Know your customer*", il s'agit alors d'une recommandation personnelle. Dans les autres situations, il s'agit d'une recommandation générale ou d'une communication commerciale.

14. De manière plus générale, l'AFEI regrette que CESR n'ait, ni dans le cadre de la première consultation, ni dans le cadre de cette deuxième consultation, examiné la question du champ respectif du conseil en investissement et de l'analyse financière. Au regard de la directive « Abus de marché » au sein de laquelle le terme « *recommendation* » est également utilisé, diverses questions d'articulation se posent en effet.

L'AFEI renouvelle donc son souhait que CESR approfondisse la question de la frontière entre conseil en investissement et analyse financière (cf. AFEI/05-04, § 6).

Chapitre III - Meilleure exécution

➤ *Un document de consultation insatisfaisant*

15. Alors que CESR a disposé de cinq mois pour rédiger ce nouveau document de consultation en tenant compte des éléments de réponse qui lui ont été fournis fin septembre 2004, l'AFEI s'étonne que ce délai n'ait pas été mis à profit pour approfondir l'analyse de façon plus importante. Elle relève en effet qu'au regard des nombreuses questions identifiées dans son document de réponse (AFEI/04-29), beaucoup ne sont abordées que de manière superficielle et, souvent, sans apporter de réponse conclusive.

Ce constat est d'autant plus regrettable que dans le délai d'un mois imparti pour la présente consultation, il devient particulièrement difficile de conserver une approche constructive, c'est-à-dire qui tente de comprendre et de prendre en compte les préoccupations de CESR, telles que reflétées par son document, pour adapter en conséquence les propositions formulées et rechercher ainsi les solutions les plus efficaces par rapport aux attentes et besoins tant des régulateurs que des participants de marché.

En tout état de cause, il est particulièrement difficile, sinon impossible, de formuler des propositions rédactionnelles précises sur les différents points évoqués ci-après. L'écart entre le raisonnement mené par CESR et celui de l'AFEI est tel qu'il est à craindre que de telles propositions soient écartées sans analyse sérieuse. Les délais dans lesquels sont enserrés la présente consultation et le travail de CESR sont par ailleurs tellement courts qu'ils ne font au demeurant qu'accentuer l'inanité de propositions rédactionnelles.

➤ *La nécessité de lignes directrices claires au niveau 2 qui assurent une harmonisation minimale entre les Etats membres*

16. Comme l'AFEI s'attache à le rappeler chaque fois que nécessaire, l'un des principaux intérêts de la procédure Lamfalussy réside dans la plus grande harmonisation qu'elle autorise en réduisant la latitude dont dispose chaque Etat membre dans la transposition de la même directive. A l'évidence toutefois, cette plus grande harmonisation n'est possible que si le niveau 2 a un réel contenu, en ne se contentant pas de principes seulement généraux.

Compte tenu des nombreuses problématiques ignorées par CESR, et développées plus loin dans ce papier, l'AFEI s'interroge fortement sur la capacité de CESR à proposer à la Commission européenne, dans le délai imparti, un avis qui participe à l'harmonisation des cadres juridiques nationaux.

A. - General obligation to act honestly, fairly and professionally and in accordance with the best interests of the client (article 19(1))

➤ *Une démarche critiquable*

17. Alors que la très grande majorité des répondants ont remis en cause la proposition précédente de CESR d'assujettir à la *best execution* les transmetteurs d'ordres et les gestionnaires de portefeuille, il est pour le moins discutable que CESR propose de réintroduire cette proposition au travers de l'article 19(1), surtout sans vraiment chercher à répondre aux objections formulées et en continuant à suivre exactement le même raisonnement que précédemment. Cette approche, particulièrement décourageante, n'incite pas les répondants à chercher à être constructifs.

➤ **Des diagrammes peu clairs mais potentiellement importants**

18. Les diagrammes accompagnant les paragraphes 15 à 18 du document de consultation sont potentiellement très importants. L'AFEI s'interroge notamment sur la différence entre les diagrammes 1 et 2. Dans chaque cas, c'est bien en fonction de la spécificité de l'ordre que doit être effectué un choix entre l'une ou l'autre des *trading venues* incluses dans la politique d'exécution.

Toutefois, s'il y a effectivement une différence entre ces deux diagrammes, l'AFEI estime nécessaire que celle-ci soit explicitée compte tenu de son importance en termes d'appréciation de l'obligation de *best execution*. Mais il conviendrait alors que cette explicitation soit formulée généralement, et avec comme objectif de préciser la compréhension de la notion de *best execution*, et non seulement pour appuyer un raisonnement essayant de démontrer la nécessité d'appliquer la *best execution* aux transmetteurs d'ordres et aux gestionnaires de portefeuille.

➤ **La non prise en compte du caractère opaque ou transparent du transmetteur ou du gestionnaire**

19. L'AFEI ne comprend pas l'essentiel du raisonnement mené aux paragraphes 20 à 29 du document de consultation, sinon en tant qu'autojustification de la volonté d'appliquer la *best execution* aux transmetteurs d'ordres et gestionnaires de portefeuille. Comme elle l'a exposé dans le cadre de la première consultation (AFEI/04-29), l'AFEI continue de considérer que, pour que le dispositif corresponde à la réalité des conditions d'exercice des activités d'exécution d'ordres, de transmission d'ordre et de gestion de portefeuille, et éviter une superposition d'obligations de meilleure exécution dont on ne voit pas comment elle pourrait harmonieusement fonctionner, il est impératif d'établir une claire distinction entre deux catégories de situations selon que le transmetteur ou le gestionnaire est « opaque » ou « transparent » vis-à-vis du client.

20. Les situations dans lesquelles le transmetteur ou le gestionnaire peut être qualifié de « opaque » sont celles où le client n'a aucune relation contractuelle directe avec le négociateur.

Dans ces situations, alors que le négociateur ne peut être redevable vis-à-vis du client final d'une obligation de meilleure exécution, celle-ci doit nécessairement être assumée par le transmetteur ou le gestionnaire. Cela signifie donc qu'il appartient à ce dernier de décrire dans une politique de meilleure exécution au sens de l'article 21 les engagements qu'il prend à cet effet.

En pratique, le système fonctionnera sans doute « en cascade » : les engagements de meilleure exécution pris par le transmetteur ou gestionnaire « opaque » face au client ne seront que la réplique de ceux pris par le négociateur vis-à-vis de lui. Ainsi, en cas de mise en œuvre de sa responsabilité par le client pour non-respect de ses engagements de meilleure exécution, le transmetteur ou gestionnaire « opaque » se retournera contre le négociateur pour engager sa responsabilité¹.

¹ Il est probable que, même s'il n'y a pas une politique de meilleure exécution du négociateur vis-à-vis du transmetteur ou du gestionnaire au sens de la directive (par exemple, parce que le transmetteur ou le gestionnaire entre dans la catégorie des contreparties éligibles), des engagements contractuels seront pris par le négociateur envers le transmetteur ou le gestionnaire pour permettre à ceux-ci d'engager sa responsabilité en cas de non respect de leur politique de meilleure exécution qui résulterait d'une « défaillance » du négociateur.

21. Dans ce contexte, l'AFEI estime utile d'attirer l'attention de CESR sur l'impossibilité d'exiger du transmetteur ou du gestionnaire opaque, qu'ordre par ordre, il effectue une sélection du « meilleur » négociateur comme la Directive le prévoit pour les *venues*. Outre que cela traduirait une dérive significative et juridiquement contestable de la notion de meilleure exécution, une telle contrainte serait en tout état de cause inappropriée. En pratique en effet, le transmetteur ou le gestionnaire n'a de relations le plus souvent qu'avec un seul négociateur, ou, en tout cas, avec un nombre limité d'entre eux¹.

22. Les situations dans lesquelles le transmetteur ou le gestionnaire peut être qualifié de « transparent » sont celles où le client a une relation contractuelle directe avec le négociateur.

Dans ces situations, le négociateur étant nécessairement redevable d'une obligation de meilleure exécution vis-à-vis du client, on ne voit pas pour quelle raison viendrait se superposer une autre obligation de meilleure exécution délivrée par le transmetteur ou le gestionnaire. Ce qui compte c'est qu'au moins une personne dans la chaîne d'intermédiation soit tenue à une obligation de meilleure exécution vis-à-vis du client.

La constatation qu'en pratique, la relation entre le client et le négociateur est « imposée² » par le transmetteur ou le gestionnaire est sans incidence. Elle met même en évidence que la relation transmetteur - gestionnaire / négociateur est fondée sur d'autres éléments que la meilleure exécution, comme par exemple l'accès à la recherche ou à de l'information de marché ... L'encadrement de cette relation relève en pratique, non pas de l'article 21, mais des articles 13 et 18 de la directive.

L'AFEI souligne plus particulièrement que la préoccupation exprimée par CESR au paragraphe 28 est totalement prise en compte par le raisonnement ainsi mené. Si le gestionnaire est opaque, il est tenu d'une obligation de *best execution* comme le souhaite CESR. En revanche, s'il est transparent, il n'y a aucune raison de l'assujettir à une telle obligation alors que le négociateur y est naturellement directement tenu vis-à-vis du client.

A ce propos, l'AFEI souligne qu'elle ne peut souscrire à l'affirmation selon laquelle « *Inducements such as research must be a secondary consideration* » par rapport à la *best execution*. Comment comparer les quelques points de base que peut coûter une exécution « peu performante » avec le « coût » que peut représenter la prise d'une mauvaise décision d'investissement ou d'une moins bonne décision que celle qu'aurait permis l'accès à une recherche performante ... ?

Pour un « bon » gestionnaire, la qualité d'exécution est un critère parmi d'autres, comme par exemple la qualité de la recherche ou la qualité du middle et back office. C'est sa responsabilité d'apprécier

¹ Le fait pour un établissement de recourir à plusieurs négociateurs relève de deux grandes catégories de situations. La première relève d'un souci de *back-up* : cela est plus particulièrement le cas des réseaux bancaires qui canalisent vers leur filiale négociateur les ordres qu'ils collectent mais qui, pour assurer la continuité du service, ont mis en place des possibilités de « dérivation » vers d'autres négociateurs. Il est alors probable que dans cette situation le transmetteur ou le gestionnaire imposera commercialement aux négociateurs de *back-up* d'aligner leurs engagements de meilleure exécution sur ceux préalablement définis avec le négociateur filiale. La seconde situation relève d'un souci de maximisation du service rendu : les ordres selon leurs caractéristiques sont dirigés vers un négociateur déterminé, considéré comme plus à même de rechercher la meilleure exécution. En pratique, cette situation est surtout rencontrée aujourd'hui lorsque le client cherche à exécuter des ordres à l'étranger : le négociateur capable d'assumer l'exécution d'un ordre sur le NYSE n'est en général pas le même que celui qui agit sur la Bourse de Tokyo. Il est alors possible que l'établissement mette en place autant de politiques de meilleure exécution qu'il a de négociateurs : par exemple, « Pour les ordres de tels montants et/ou portant sur telle nature d'instrument financier, ma politique de meilleure exécution est ... ».

² En effet, les transmetteurs et les gestionnaires ne « travaillent » pas avec autant de négociateurs qu'ils ont de clients, le client qui souhaite recourir à un transmetteur ou un gestionnaire est en pratique tenu de nouer une relation contractuelle avec un négociateur imposé par le transmetteur ou gestionnaire. Mais si ce schéma est effectivement le plus courant, il est aussi possible d'imaginer qu'un client représentant un enjeu commercial suffisant puisse aussi « imposer » à un transmetteur ou gestionnaire de « travailler » avec un négociateur déterminé s'il souhaite capter son flux d'ordres ...

l'importance respective de ces différents critères dans le choix du négociateur auquel il va confier les opérations qu'il initie.

➤ **Une proposition d'avis inadéquate**

23. Pour toutes les raisons exposées plus haut, l'AFEI réfute la proposition de CESR formulée dans la **Box 1** dès lors qu'elle n'établit pas de distinction selon le caractère opaque ou transparent du transmetteur d'ordres ou du gestionnaire.

B. - Criteria for determining the relative importance of the different factors to be taken into account for best execution (21(1))

➤ **Une approche générale qui doit être approuvée mais qui doit néanmoins être précisée sur différents aspects, sauf à privilégier une approche pragmatique**

24. L'AFEI souscrit à l'approche générale de CESR qui permet aux entreprises d'investissement de conserver une grande latitude d'appréciation dans la mise en œuvre de leur politique d'exécution. La possibilité pour CESR de déterminer la formule « parfaite » de meilleure exécution que devraient respecter les établissements, et aux termes de laquelle le facteur « prix » devrait être affecté d'une certaine pondération, le facteur « coûts » d'une autre, paraît en effet vouée à l'échec pour les diverses raisons que l'AFEI a souligné dans sa première réponse (AFEI/04-29, § 8).

Pour autant, l'AFEI rappelle que l'obligation de *best execution* reste placée sous le contrôle des autorités de régulation, et qu'il est donc important de donner quelques critères qui assurent une certaine unité d'interprétation. A défaut, le risque est en effet significatif que ne se développent des divergences d'interprétation induisant des systèmes plus ou moins rigoureux de *best execution* selon les Etats membres. Compte tenu de son souci précédemment rappelé d'une harmonisation aussi grande possible (cf. supra § 16), l'AFEI n'est naturellement pas favorable à une telle situation.

25. Il est d'autant plus nécessaire que CESR fournisse des précisions qu'au paragraphe 40 de son document de consultation, CESR rejette la proposition faite par certains participants, et notamment l'AFEI (AFEI/04-29, § 9), "*that Article 21 leaves it to investment firms to define what best execution is and how to achieve it, so long as these decisions are clearly disclosed to clients*" pour indiquer que s'il "*recognises that the Level 2 advice must be flexible enough to work well across a range of clients, instruments, and markets, it is too much to say that best execution means whatever an investment firm says it means*" il doit néanmoins être tenu compte du fait que "*The Level 1 text contemplates that there is a best possible outcome and investment firms must be held accountable for taking all reasonable steps to achieve it*".

L'AFEI ne peut donc comprendre que CESR ne donne, de façon positive ou négative, pratiquement aucun élément permettant aux entreprises d'investissement d'apprécier les conditions dans lesquelles il peut être possible d'atteindre le "*best possible outcome*". Si CESR est convaincu que ce « *best possible outcome* » existe, pourquoi n'est-il pas en mesure de donner des précisions utiles ... ?

26. Une alternative serait pour CESR, en accord avec la Commission européenne, de mettre en œuvre une approche pragmatique par laquelle, périodiquement (tous les neuf mois par exemple), à partir d'une revue des pratiques constatées, des enseignements en seraient tirés en vue de préciser peu à peu certains principes autour desquels devraient être articulées les procédures de *best execution*.

Une telle approche permettrait de conserver une unité d'interprétation entre les membres de CESR favorisant une application uniforme de la règle de *best execution*.

➤ **Comment apprécier le couple prix / coûts ?**

27. Il est plus particulièrement vital que CESR livre son analyse quant aux conditions dans lesquelles les critères de prix et de coûts doivent être articulés dans le cadre des politiques de *best execution*. Le prix constitue en effet un critère particulièrement central pour la mise en œuvre de la *best execution* qu'il semble difficile de dissocier de celui des coûts. Cette importance relative est d'ailleurs attestée par CESR lui-même lorsque dans le paragraphe 39 de son document de consultation, il "*considers that in the case of a service provided to a retail client, if the investment firm gives or might give a factor other than price or cost more importance than any of price or cost for the purposes of Article 21(1) of the Directive, an explanation of why this is in the best interests of its retail clients should be given to the retail clients*".

Il est toutefois à noter que dans la mesure où CESR accepterait de mettre en œuvre une approche pragmatique telle que précédemment suggérée (cf. supra n°26), l'importance de ces précisions serait relativisée. Pour autant, elles n'en perdraient pas tout intérêt même si à ce stade, l'analyse pourrait rester relativement générale.

28. A cet égard, l'AFEI souhaite plus particulièrement que CESR approfondisse l'analyse sur les conditions dans lesquelles il est possible de comparer pour les besoins de la *best execution* des prix qui peuvent être établis en net ou en brut. Ainsi, si les marchés dirigés par les ordres donnent un prix brut qui doit être réduit ou augmenté de la rémunération prise par l'intermédiaire, les marchés dirigés par les prix et les intermédiaires agissant en principal donnent un prix net qui, sans distinction, incorpore leur rémunération.

La solution évidente doit alors consister à ne comparer que les prix net, ceux-ci étant obtenus dans les marchés dirigés par les ordres par l'incorporation du prix brut et de la rémunération de l'intermédiaire. Mais cette solution évidente n'est pleinement applicable que pour les clients de détail car en revanche, pour les clients institutionnels (catégorie d'ailleurs plus large que celle des clients professionnels au sens de la directive MIF), elle méconnaît la pratique de marché sur au moins trois points :

- Tout d'abord, la rémunération de l'acte d'intermédiation inclut de façon quasi-systématique la rémunération d'autres prestations comme la fourniture de la recherche ou, de façon liée mais plus immatérielle, la fourniture de « bonnes idées » d'investissement et de désinvestissement.
- Ensuite, la rémunération de la prestation de l'intermédiaire est de moins en moins appréciable opération par opération et de plus en plus au regard d'un ensemble d'opérations. Dans cette perspective, le client accepte fréquemment de mieux rémunérer certaines opérations en contrepartie d'autres sur lesquelles l'intermédiaire a accepté de lui faire un « bon prix ».
- Enfin, la pression concurrentielle est telle que le client est souvent en position de force pour négocier le prix de chacune de ses transactions en tenant compte des éléments de comparaison, comme le prix VWAP, qui sont aujourd'hui aisément accessibles aux clients institutionnels.

29. Dans ce cadre, l'AFEI estimerait notamment utile que CESR précise les conditions dans lesquelles il considère que pourrait être pris en compte "*the cost implicit in a decision to trade on a phased or patient basis that arises when the market moves before the trade or investment strategy can be fully implemented*" (note de bas de page 14 du document de consultation). Au moment où la décision est prise, elle s'appuie nécessairement sur l'attente que le marché ne bougera pas dans un sens contraire à celui attendu.

30. Sur un autre plan, l'AFEI souhaiterait savoir quelles conséquences tirer de la non reprise du critère des « *custody fees* » qu'elle avait précédemment critiqué (AFEI/04-29, § 10).

**C. - Trading venues to be included in the order execution policy (21(2)) -
Obligation to monitor and update the order execution policy (21(3))**

- ***Une approche générale qui doit être approuvée mais qui appelle aussi une approche pragmatique***

31. Sur ces questions aussi, l'AFEI approuve l'approche générale mise en œuvre par CESR. Elle traduit la difficulté inhérente à l'articulation des différents critères composant la *best execution*.

Mais comme précédemment (cf. supra § 26 et s.) alors que cette articulation restera placée sous le contrôle des autorités de régulation, et qu'il importe d'assurer une certaine unité d'interprétation entre Etats membres, l'AFEI est favorable à ce qu'une approche pragmatique prévale. Il devrait ainsi appartenir à CESR, à partir d'une revue périodique des pratiques constatées, de dégager des lignes directrices permettant *a priori* aux intermédiaires de conduire, conformément aux attentes des régulateurs, le monitoring des politiques de *best execution*.

- ***Une analyse qui reste toutefois encore insuffisante sur des aspects essentiels***

32. Dans sa réponse au premier document de consultation, l'AFEI s'était efforcée de mettre en évidence quelques uns des grands enjeux liés à ces questions de monitoring des politiques de *best execution* (AFEI/04-29, § 11 et s.). Elle s'était notamment interrogée sur les impacts liés au développement de *venues* concurrentes ne traitant qu'un faible nombre de valeurs par rapport à l'ensemble de celles négociées sur le « marché historique » et susceptibles d'intéresser les clients de l'intermédiaire.

Si cette préoccupation a indubitablement guidé CESR dans certains aspects de son analyse, l'AFEI ne peut cependant que regretter que cette analyse n'ait pas été poussée plus avant.

33. Notamment l'AFEI aimerait qu'un raisonnement clair soit élaboré sur la question de savoir si un intermédiaire peut n'offrir l'accès qu'à une seule venue dans sa politique de *best execution*. D'un côté CESR souligne que "*this is a difficult question to answer in the abstract*" (§ 55), que "*firms should not use their business model to justify exclusion of a venue that would enable the investment firm to achieve the best possible result on a consistent basis*" (§ 49), et que "*commercial considerations do not obviate the requirement to use venues that provide the best possible result on a consistent basis*" (§ 95). De l'autre, il reconnaît néanmoins qu'il est nécessaire "*to make clear that Article 21 does not regulate the amount of the commissions that a firm itself charges to its clients*" et qu'il "*does not consider these charges to be "costs" for purposes of Article 21 and Article 21 does not require firms to consider how the impact of their own commissions on the total result to the client compares with the commissions charged by their competitors*" (§ 62). Mais dans le même temps, CESR indique aussi qu'il "*wishes to emphasise that even if a firm accesses only one execution venue, it nevertheless must comply with the requirements in Article 21 with respect to the selection and review of execution venues*" (§ 55).

Le tableau qui se dégage de ces différents commentaires reste ainsi imprécis. Raison pour laquelle d'ailleurs CESR souhaite que des éléments lui soient communiqués sur les "*situations and circumstances in which a firm might satisfy the requirements of Article 21 while using only one execution venue*" (§ 56).

34. Dans le droit fil des commentaires qu'elle avait précédemment faits, l'AFEI souligne donc qu'elle estime qu'il peut exister de nombreuses situations dans lesquelles accéder à un seul marché peut être intéressant. Par exemple, pour des investisseurs de détail français souhaitant uniquement traiter des valeurs françaises, les nécessaires surcoûts liés à l'offre de multiples *trading venues* et à la mise en œuvre d'une politique de *best execution* permettant de gérer cette multiplicité d'accès peuvent ne pas être justifiés par rapport à une offre simple d'accès à Euronext seul.

En revanche, dans l'environnement post MiFID, il semble assez illusoire de considérer qu'un intermédiaire pourrait décliner, à destination d'investisseurs institutionnels, un business modèle basé sur une offre d'accès à une seule *venue*.

35. Précisément, la question est donc de savoir si l'obligation de *best execution* régit ou non l'offre de services de l'intermédiaire : « je n'accepte d'exécuter les ordres que sur la *venue A* ».

A ce stade, l'AFEI observe que conclure que la *best execution* ne permet pas un tel résultat peut avoir des conséquences lourdes, et pose directement la question de la complexité du monitoring des politiques de *best execution*. Plus ce monitoring sera complexe, et plus le risque d'une cartellisation des acteurs sera fort : peu nombreux en effet seront ceux qui disposeront alors des capacités techniques, humaines et financières à cet effet.

Dans ce cadre, l'AFEI renouvelle plus notamment sa demande que CESR mette en place un outil de benchmark public qui permette aux clients et aux intermédiaires de marché d'apprécier la qualité des politiques de meilleure exécution.

D. - Information to the clients on the execution policy of the firm (21(3))

➤ Une information sur les execution venues dont l'intérêt demande à être démontrer

36. L'AFEI ne peut qu'accueillir favorablement la volonté de CESR d'approfondir l'analyse sur le sujet. Elle estime généralement que les diverses raisons qui ont été présentées dans le cadre de la première consultation sont tout à fait pertinentes.

A ce propos, l'AFEI estime qu'il serait intéressant que CESR évalue la somme globale d'informations qui devra être fournie en application de MiFID.

➤ Pourquoi obliger à délivrer généralement l'information "on Procedures for the Selection of Trading Venues and their Periodic Review" ?

37. L'AFEI ne comprend pourquoi CESR "*is proposing that this information be provided in good time before the commencement of investment services*" (§ 112) plutôt qu'à la requête du client. Si le client ne la requiert pas, c'est qu'il ne la considère pas comme utile ...

Une voie médiane pourrait être de ne poser dans un premier temps que l'obligation d'informer le client que ces informations sont à sa disposition. Dans un second temps, s'il apparaissait qu'une part majoritaire des clients les demande effectivement, il pourrait alors être envisagé de poser une obligation générale d'information.

➤ Une information sur les conflits d'intérêt délicate

38. Si l'AFEI considère que le principe posé par CESR (§ 119-120) est dans son essence totalement justifié, elle attire toutefois son attention sur la complexité de l'information qui peut en découler. Que doit-on entendre ici par « incentives » ? Est-ce que constitue un « incentive », le fait de sélectionner une *trading venue* parce qu'elle offre des coûts d'accès peu élevés, qu'elle dispose d'un système technique performant, et que ses liens avec les systèmes de post-marché sont efficaces ... ? Tous ces éléments, en réduisant les coûts de l'intermédiaire, peuvent se traduire par l'augmentation de sa marge, et donc être considérés comme un « incentive ».

Dans ce contexte, des interrogations fortes existent sur la possibilité pour l'intermédiaire, sans livrer le détail de sa comptabilité analytique ou des informations commercialement stratégiques, de remplir de façon utile et compréhensible le principe que cherche à poser CESR ...

➤ **De manière générale, privilégier une approche pragmatique**

39. Comme sur d'autres sujets, l'AFEI souhaiterait que sur ces questions d'information CCSR adopte une approche pragmatique toutes les fois où il n'est pas possible de dégager une solution évidente.

Il devrait ainsi appartenir à CCSR, à partir d'une revue périodique des pratiques constatées, de dégager des lignes directrices fixant peu à peu le détail des obligations d'information pesant sur les intermédiaires.

E. - Le champ de l'obligation de *best execution* par rapport aux instruments financiers

➤ **La *best execution* suppose la comparabilité**

40. L'AFEI observe que CCSR ne traite pas directement, et en tous cas pas précisément, de la question des instruments financiers auxquels doit s'appliquer la *best execution*. Quelques indications sont données notamment au travers du paragraphe 45 du document de consultation à propos de l'impact du critère de liquidité.

Il s'agit cependant d'une question importante sur laquelle il est nécessaire que CCSR trace des orientations claires afin d'éviter toute ambiguïté ultérieure.

41. L'AFEI considère qu'à l'évidence la *best execution* n'est possible que s'il existe une comparabilité entre différents « endroits » où le même instrument financier est disponible. Or, cette comparabilité, si elle existe sans difficulté pour les instruments émis massivement de manière standardisée, apparaît moins envisageable dans les autres situations.

Ces situations sont bien sûr celles où, comme l'envisage CCSR, le titre bien qu'émis d'une manière standardisée a une liquidité faible. Mais ces situations sont surtout celles où le titre n'étant pas émis de façon standardisée, est non fongible avec tout autre titre quand bien même ce dernier présenterait les mêmes caractéristiques. Les contrats financiers à terme négociés de gré à gré sont l'exemple le plus marquant de cette catégorie.

42. Dans ce contexte, l'AFEI estime tout à fait important que CCSR précise les conditions dans lesquelles s'apprécie l'obligation de *best execution* par rapport aux instruments financiers à terme négociés de gré à gré.

Pour éclairer cette discussion, l'AFEI propose de la centrer autour de deux propositions. D'une part, les instruments financiers à terme négociés de gré à gré qui sont « construits » par rapport aux besoins et attentes spécifiquement exprimés d'un client, et pour lesquels aucune comparaison n'étant raisonnablement disponible, on ne voit pas comment l'exigence de *best execution* pourrait leur être applicable. D'autre part, les instruments financiers à terme négociés de gré à gré qui, bien que « construits » pour les besoins d'un client donné, peuvent toutefois voir certaines de leurs caractéristiques comparées avec celles d'autres instruments de même nature.

43. C'est sur ce dernier point que l'apport de CCSR est le plus indispensable, surtout au regard du commentaire formulé au paragraphe 45 de son document de consultation et selon lequel "*Some non-equity markets have high levels of liquidity (e.g., some markets in interest rate swaps), providing many opportunities to compare prices*".

Si l'AFEI ne dénie pas que, dans certains cas des comparaisons aux fins de *best execution* sont possibles, elle attire toutefois l'attention de CCSR sur le fait que l'un des éléments essentiels de ces

contrats financiers est la qualité respective de leurs cocontractants. De ce point de vue, pour appliquer le cas échéant la *best execution* à ces opérations, l'AFEI considère comme un préalable nécessaire que CESR précise les critères qui permettraient de considérer que le contrat proposé par l'entreprise d'investissement A peut être comparé avec celui proposé par l'entreprise d'investissement B ...

44. A ce stade, l'AFEI estimerait toutefois plus simple que soit posé le principe général selon lequel la *best execution* n'est pas applicable aux instruments financiers à terme négociés de gré à gré, quitte, dans un second temps, au regard des enseignements tirés des pratiques de marché constatées, délimiter plus précisément le champ de ce principe général.

A l'appui de cette approche, l'AFEI observe que, même si la *best execution* 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 ainsi agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts des clients.

Chapitre IV - Transparence de marché

➤ *Des propositions qui ont su prendre en compte les préoccupations des professionnels*

45. De façon générale, l'AFEI reconnaît la qualité des travaux menés par le groupe de travail « Marchés » de CESR, qui a pris en compte les principales préoccupations exprimées par les professionnels lors des précédentes consultations. Le souci de simplicité recherché dans les mesures d'application est aussi apprécié.

➤ *... mais qui imposent de prévoir des procédures d'évaluation et, éventuellement, de réajustement souples et efficaces*

46. L'AFEI souhaite néanmoins mettre en avant la nécessité de prévoir des procédures d'évaluation et, le cas échéant, de révision des méthodes de calcul et des différents seuils proposés par CESR souples, rapides et efficaces. Les calculs et les seuils choisis par CESR sont aujourd'hui déterminés à partir de données incomplètes. Or ces seuils auront un impact déterminant sur les conditions de fonctionnement des marchés. Il importe donc de vérifier dans un délai court qu'ils répondent correctement aux objectifs de transparence optimale fixés par la Directive et de prévoir d'éventuelles procédures de réajustement (par exemple si l'on observe un élargissement de la fourchette de marché, signe d'un biais dans la formation des prix).

➤ *Des calculs fondés sur des données incomplètes*

47. Notamment, l'AFEI souhaite attirer l'attention de CESR sur un point fondamental pour la transparence de marché : les propositions de CESR en matière de transparence pre trade, post trade et de calcul de la taille normale de marché sont fondées exclusivement sur des calculs réalisés à partir de données en provenance des carnets d'ordres centraux des marchés dirigés par les ordres.

L'AFEI considère qu'il s'agit d'une vision limitée. En premier lieu, elle semble nier la notion de marchés réglementés pour lesquels il existe toute une catégorie de transactions réputées effectuées sur le marché réglementé alors qu'elles n'ont pas été effectivement réalisées sur le carnet d'ordres central. CESR reconnaît d'ailleurs cet état de fait en proposant une définition de « negotiated trades » qui permet une exemption de transparence pre trade. Par ailleurs, il existe ou il peut exister des modèles de marché dirigés par les prix pour lesquels il n'y a, par essence, pas de transactions réalisées dans un carnet d'ordres central. Enfin, les calculs ne prennent paradoxalement pas en compte les transactions réalisées hors marché, alors que la Directive a notamment pour objectif de permettre ce type de transactions. Dans la plupart des marchés, cette méthodologie revient à capter essentiellement les petits ordres.

Ce parti pris est particulièrement dommageable pour le calcul de la SMS puisqu'il ne prend en compte que les transactions réalisées sur les carnets d'ordre centraux, et encore de manière incomplète.

A. - Définition de l'internalisateur systématique (Box 1)

➤ *Des critères qualitatifs et quantitatifs pertinents, même si les seuils peuvent être revus*

48. L'AFEI est tout à fait favorable aux nouvelles définitions données par CESR pour qualifier les entreprises d'investissement entrant dans le champs de l'internalisation systématique (**Questions 1.1 et 1.2**). En particulier, l'AFEI considère que la mise en place de critères quantitatifs, en fonction de la proportion d'ordres clients exécutés en compte propre, est particulièrement appropriée. Toutefois (**Question 1.3**), le montant de 20% paraît trop élevé dans la mesure où il permettrait à un nombre important d'internalisateurs systématiques de ne pas respecter leurs obligations de transparence. L'AFEI

réitère sa proposition formulée dans sa réponse du 20 janvier 2005 (AFEI / 05-04) de fixer la proportion à 15 %.

L'AFEI s'interroge sur l'introduction d'un deuxième seuil calculé par rapport à un pourcentage des volumes de transactions sur une valeur donnée. L'AFEI estime qu'on ne dispose pas du recul nécessaire pour apprécier le seuil proposé de 0,5%, qui, en première analyse, paraît élevé. L'AFEI propose que CESR se laisse la possibilité de réexaminer cette question après la mise en œuvre de la Directive MIF.

L'AFEI propose donc l'addition d'un sous-paragraphe supplémentaire dans la Box 1, § 12 :

Le ratio défini à l'Article 12 fera l'objet d'une évaluation dans un délai d'un an après l'entrée en vigueur de la Directive MIF.

L'opportunité d'un deuxième critère devra être évaluée à la même date.

B. - Définition des valeurs les plus liquides (Box 2)

➤ Des critères adéquats, qui permettent de capter les valeurs européennes liquides

49. L'AFEI considère que l'approche de CESR est pertinente (**Question 2.1**). Notamment, l'AFEI souscrit à la proposition de prendre en compte le flottant pour déterminer les valeurs les plus liquides. La définition du flottant et le montant de 1 milliard d'euros sont appropriés et permettent de capter un nombre de valeurs en phase avec ce qui est attendu par les membres de l'Association. Sur la base du seul critère de flottant de 1 milliard d'euros le nombre de valeurs françaises éligibles à l'article 27 est évalué à 57 par l'AFEI, celui des valeurs européennes à 367.

Par ailleurs, l'AFEI est nécessairement favorable à un calcul au niveau européen des valeurs liquides, l'objectif de la Directive MIF étant de créer un marché européen unifié des valeurs mobilières. Il serait donc totalement paradoxal d'introduire des éléments d'appréciation reliés au niveau national. Par ailleurs, la notion de liquidité, malgré sa difficulté d'appréhension, est nécessairement une notion unique qui ne peut recouvrir des réalités différentes selon qu'elle est considérée de Londres ou de Malte. Enfin, la notion de titres liquides doit nécessairement être définie au regard des objectifs qui lui sont assignés : dans le cadre de l'article 27, dès lors qu'il s'agit de limiter l'exposition au risque des internalisateurs systématiques publiant des prix fermes, les raisons pour lesquelles la nature et la dimension de ce risque pourraient être différentes selon les pays et/ou les marchés n'apparaît pas.

C. - Transparence pre trade (Box 3) – Marchés réglementés et MTF

➤ De nouvelles propositions satisfaisantes

1 - Obligations générales (§ 73 à 78)

50. L'AFEI souscrit aux propositions de CESR qui prennent en compte les différents types de marchés (**Question 3.2**). En particulier l'AFEI considère comme particulièrement bienvenu de ne pas imposer aux marchés réglementés et aux MTFs de publier l'intégralité du carnet d'ordres.

2 - Mise à jour et suppression des cotations (§ 79 et 80)

51. L'AFEI est d'accord avec le contenu des paragraphes 79 et 80.

3 - Exemptions à la transparence pre trade (§ 81 à 86)

52. De façon générale l'AFEI souscrit aux propositions de CESR relatives aux exemptions à la transparence pre trade. Tout particulièrement, l'AFEI soutient la dernière disposition du paragraphe 84 (**Question 3.4**) qui impose la transparence pre trade aux internalisateurs systématiques pour des montants inférieurs à la taille standard de marché. Cette disposition est essentielle dans la mesure où elle permet de ne pas vider de son sens le contenu de l'article 27 en obligeant l'ensemble des internalisateurs systématiques à afficher des cotations.

53. L'AFEI tient néanmoins à souligner que les obligations générales de transparence doivent être comprises dans le respect des instructions données par le client et, plus généralement, des engagements de meilleure exécution. Par exemple, dans le cas des ordres dits « soignants », l'entreprise d'investissement peut être amenée à découper l'ordre et à le « travailler » sur le marché sur une période plus ou moins longue. Dans ce cas, il est évident qu'il n'y a pas de transparence pre-trade immédiate pour la totalité de l'ordre mais seulement pour la partie que l'on souhaite traiter.

D. - Transparence pre-trade (Box 3 suite) – Internalisateurs systématiques

1 - Taille standard de marché (SMS) (§ 87 à 97)

- ***Une définition qui prend en compte les « transactions » et non les « orders executed » contraire à la Directive***

54. L'AFEI regrette particulièrement la position prise par CESR dans le paragraphe 87 de la Box 3 (explicitée dans le paragraphe 50 du document de consultation), apparemment soutenue par la Commission et confirmée au cours de l'open hearing du 27 mars, de ne retenir que les « transactions » et non les « orders executed » pour calculer la taille normale de marché. En effet, ce choix qui a pour conséquence de diminuer le seuil de la SMS est contraire à l'esprit du compromis réalisé lors de l'adoption de la directive qui était d'accroître la transparence de marché au bénéfice des investisseurs. Il est également contraire à la lettre de la Directive, l'article 27 se référant aux ordres exécutés et non aux transactions.

L'AFEI peut comprendre les difficultés rencontrées par CESR pour collecter des données relatives aux ordres exécutés mais considère que ceci ne peut pas constituer un obstacle insurmontable. Il existe dans la plupart des pays européens des systèmes de reporting, et certains marchés disposent de données sur les ordres réalisés dans les conditions édictées par le marché réglementé (« negotiated trade »). L'AFEI souhaite que l'ensemble des transactions effectuées sur les marchés réglementés soient prises en compte et non celles uniquement réalisées sur le carnet d'ordres central.

L'AFEI souhaiterait que CESR fasse des simulations de calcul de SMS, selon les différentes approches (transactions, negotiated trades, orders executed) pour certains marchés ou pour certaines valeurs afin de comparer les résultats et de mieux apprécier les enjeux liés à ces définitions.

55. CESR semble indiquer dans son paragraphe 51 que la méthode de calcul proposée aujourd'hui s'appliquera pendant une période de transition. L'AFEI souhaite que CESR propose explicitement une clause de révision de l'article 87 après que le système de reporting post trade de la Directive aura été mis en place. A cette fin, l'AFEI propose de rajouter un deuxième paragraphe à cet article :

Un an après l'entrée en vigueur de la Directive MIF, les modalités de calcul de la valeur moyenne des ordres exécutés seront évaluées.

➤ ***L'unification des régimes pour les « orders large in scale compared to normal market size »***

56. L'AFEI souscrit à la proposition de CESR d'unifier les régimes de bloc pour les articles 29, 44 et 27 (**Question 3.5**).

➤ ***Une SMS en valeur et non en nombre de titres***

57. L'AFEI n'a pas pour l'instant d'avis sur le nombre de classes approprié en l'absence de données statistiques sur cette question (**Question 3.6**). D'un point de vue technique et de gestion, le nombre de classes ne peut pas constituer un enjeu important pour les internalisateurs systématiques. Sans créer un nombre trop important de classes, l'AFEI estime toutefois qu'il est important d'assurer une certaine cohérence au sein de chaque classe.

En revanche, L'AFEI considère que la SMS ne peut être exprimée qu'en valeur (**Question 3.7**). Une expression en nombre de titres n'a pas de sens compte tenu, d'une part, des fluctuations qui sont de nature à affecter le cours et, d'autre part, des opérations sur titres qui peuvent être réalisées, notamment en cas de division (split) du titre. Le calcul des SMS en valeur simplifie la tâche des autorités compétentes, en imposant des révisions moins fréquentes et en évitant des différences possibles d'interprétation entre les régulateurs.

58. L'AFEI soutient les propositions de CESR contenues dans les paragraphes 92 à 97 relatifs à la révision et à la publication des SMS (**Question 3.8**). S'agissant de la publication, l'AFEI souhaite que les données soient consolidées sur le site WEB de CESR.

Toutefois, l'AFEI estime qu'il est nécessaire que CESR se prononce sur la possibilité d'internaliser ou non les transactions pendant la période précédant le calcul d'une SMS. L'AFEI est en faveur d'une interdiction absolue d'internalisation en la matière.

2 - Obligations de l'internalisateur systématique (§ 98 à 104)

59. L'AFEI est en accord avec les propositions contenues dans les paragraphes 97 à 104.

3 - Taille des ordres des clients de détail (§ 105)

60. L'AFEI souscrit à la proposition de CESR de retenir un montant de 7 500 euros.

4 - Execution des ordres quand l'internalisateur systématique publie des cotations multiples (§ 106)

61. L'AFEI souscrit à la proposition de CESR.

E. - Transmission des ordres limités (Box 4)

62. L'AFEI souscrit aux propositions des paragraphes 126 à 130.

F. - Contenu de la transparence post trade (Box 5)

63. L'AFEI est d'accord avec le contenu des paragraphes 139 à 142 s'agissant du reporting des négociations. L'AFEI comprend que CESR ne souhaite pas que soit publiées les opérations de prêts/emprunts de titres sur les marchés OTC.

G. – « Transactions large in scale » (Box 6)

1 – Exemptions des obligations de transparence pre trade (§ 171-173)

64. L'AFEI souscrit aux propositions des articles 171 à 173. Elle considère que la méthodologie retenue par CESR pour calculer les seuils qui permettent de ne pas afficher de transparence pre trade est adéquate. Cette méthode a le mérite de la simplicité qui est un élément essentiel dans la gestion quotidienne des opérations des tables de marché. En première analyse, les quatre classes proposées par CESR semblent pertinentes.

L'AFEI n'est pas favorable à la solution alternative de fixer la taille du seuil à partir d'un pourcentage du volume d'ordres traités dans le carnet d'ordres central. D'une part, la méthode est moins lisible que la première ; d'autre part, elle aurait pour résultat (surtout si on retient un seuil de 95%) d'aboutir à des seuils plus bas que ceux obtenus par la première méthode. Il en résulterait un seuil de SMS inférieur, qui exclurait potentiellement des internalisateurs systématiques de la transparence pre trade (**Question 6.1**).

2 – Délais pour les obligations de transparence post-trade (§174-177)

65. L'AFEI considère que la proposition des CESR est particulièrement compliquée. Elle sera peu lisible et difficile à mettre en œuvre dans les salles de marché. De plus, certains délais de publications sont particulièrement longs et ne correspondent pas à la réalité des risques encourus par les intermédiaires (**Question 6.3**).

H. - Publication des transactions (Box 7)

➤ Un rôle important de CESR dans la consolidation des données

66. De façon générale, l'AFEI soutient les propositions de CESR relatives à la publication des informations pre et post trade. En particulier, l'AFEI considère que le paragraphe 201 constitue une condition nécessaire pour permettre la consolidation des données qui est un enjeu majeur du bon fonctionnement des marchés dans le contexte de la directive MIF. Sur ce point, l'AFEI approuve la décision de CESR d'entreprendre, en liaison avec le marché une réflexion sur les barrières à lever pour faciliter la consolidation des données.