

Une version française de ce document est disponible après la page 32

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

SECOND SET OF CESR MANDATES

Observations by the French Association of Investment Firms (AFEI)

1. Before presenting its technical advice to the European Commission on implementing measures for the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), the Committee of European Securities Regulators (CESR) initiated a second consultation round on 21 October 2004, with a deadline of 21 January 2005.

The French Association of Investment Firms (AFEI) continues to follow CESR's work closely and wishes to submit the following observations. We feel it is vital to draw CESR's attention to the comments on systematic internalisation, which in our view is key to market efficiency (see §78 *et seq*). And we place special emphasis on the issue of market transparency (see §100 *et seq*). The European Commission has always contended that transparency, along with best execution and competition among trading systems, is one of the main safeguards that ensures efficient markets. However, in view of CESR's current policy stance, AFEI is greatly concerned about whether that efficiency can be maintained.

CONTENTS

I.	DEFINITION OF "INVESTMENT ADVICE" (Art. 4.1., p. 8 to 16)	2
II.	LIST OF FINANCIAL INSTRUMENTS (Art. 4 - Ann. 1 sect. C, p. 17 to 37)	4
A.	General observations	4
B.	Observations on CESR's consultation paper	9
B.1.	Definition of commodity	9
B.2.	Commercial purpose and characteristics of other derivatives financial instruments	11
B.3.	Definition of climatic variables, freight rates, emission allowances, inflation rates and official economic statistics	12
B.4.	Other categories of assets, rights, obligations, indices and measures	12
III.	GENERAL OBLIGATION TO ACT FAIRLY, HONESTLY AND PROFESSIONALLY AND IN ACCORDANCE WITH THE BEST INTERESTS OF THE CLIENT (Art. 19.1., p. 38 to 39)	13
IV.	SUITABILITY TEST (Art. 19.4., p. 40 to 44)	14
V.	APPROPRIATENESS TEST (Art. 19.5., p. 45 to 47)	15
VI.	EXECUTION ONLY (Art. 19 § 6, p. 48 to 52)	16
VII.	TRANSACTIONS EXECUTED WITH ELIGIBLE COUNTERPARTIES (Art. 24, p. 53 to 57)	17
VIII.	DISPLAY OF CLIENT LIMIT ORDERS (Art. 22.2., p. 58 to 60)	18

IX.	PRE-TRADE TRANSPARENCY – SYSTEMATIC INTERNALISERS (Art. 4 and 27, p. 61 to 84).....	20
1)	Definition of Systematic Internaliser (art. 4.1.7.)	20
2)	Scope of the rule (article 27(1)).....	23
3)	The determination of the Standard Market Size / Classes of shares (art. 27(1) and 27.2.)	24
4)	Obligations of the Systematic Internaliser	29
5)	Handling of client orders and executing the orders	31

I. DEFINITION OF "INVESTMENT ADVICE" (Art. 4 § 1, p. 8 to 16)

➤ **General observations**

2. Bearing in mind the issues at stake, AFEI is puzzled by the amount of space devoted to investment advice, particularly when compared with the coverage given to the implementation of Article 19(1) MiFID (see §50 *et seq*).

The aim here is to identify persons who provide investment advice only (i.e. exclusive of all other investment services) and who, unless they qualify for one of the exemptions provided for in the directive (Art. 2.1.j and 3(1) MiFID), must carry on this activity as an authorised investment firm eligible for specific provisions (Art. 5(5), Art. 12 MiFID). For other investment firms, by contrast, the fact of legally identifying an investment advice service that has already been provided does not affect their situation – unless of course the consequences of coming under paragraph 4 of Article 19 rather than paragraph 5 are radically different, despite the similar wording. But in this case, AFEI would be very interested to hear CESR's analysis.

➤ **Recommendation**

Question 1.1: *Do you agree that advice on services, such as recommendation to use a particular broker, fund manager or custodian, should not be covered?*

3. AFEI agrees with CESR's interpretation. We believe the definition of investment advice should be confined to guidance on effecting or not effecting a financial investment. This would therefore exclude advice about the advisability of using a particular service provider, even if it is an investment firm.

Moreover, we believe this view to be self-evident, since the definition of investment advice in the directive, which uses the words "*in respect of one or more transactions relating to financial instruments*", precludes all other interpretations.

➤ **Personal**

Question 1.2: *Do you agree with the approach that a personal recommendation has to be held out as being suited to, or based on a consideration of, the client's personal situation or do you consider this criterion to be unnecessary or ambiguous and would like to refer to the bilateral nature of the relationships and bilateral contacts between the firm and its clients? In the latter case which criteria would you use to differentiate between a "personal recommendation" and a "general recommendation" or a "marketing communication"?*

4. In AFEI's view, there can be no other approach than the one based on the client's personal situation. Accordingly, we feel that CESR's question creates a great deal of ambiguity as far as Article 19(4) MiFID is concerned. CESR should therefore clarify its position on this point.

5. We believe that to distinguish between personal recommendations, general recommendations and marketing communications, it is necessary to consider the factors on which a recommendation is premised. If it is based on the data collated for a 'Know Your Customer' approach, it is personal. Otherwise, it is a general recommendation or a marketing communication.

An investment firm that advises all its clients to invest in an issue which it is helping to place or underwrite is not providing investment advice. By contrast, an investment firm that advises only some of its clients, chosen on the basis of different criteria, to invest in the same issue – regardless of whether the firm is underwriting or placing it – is providing investment advice.

Be that as it may, AFEI considers that the scope of this question is limited. How is it relevant to the task of identifying persons without investment firm status that provide investment advice? What sustainable business model could these persons use to build up a clientele on the basis of marketing activities rather than personal recommendations? And, for other investment firms, would the fact of coming under paragraph 4 of Article 19 MiFID rather than paragraph 5 radically alter the type of formalities they would have to attend to?

6. On a more general level, we regret that CESR has not addressed the respective scopes of investment advice and financial analysis. Questions of linkage between these two spheres are raised by the fact that the Market Abuse Directive not only extends the concept of financial analysis to persons disseminating such research; it also uses the term "*recommendation*".

AFEI urges CESR to take a closer look at the boundary between investment advice and financial analysis.

➤ ***One or more transactions relating to financial instruments***

Question 1.3: *Do you think it is reasonable to restrict "investment advice" to recommendations of specific financial instruments or is it necessary to cover generic information including financial planning and asset allocation services for financial instruments?*

7. AFEI is surprised by CESR's analysis of this issue. It is up to the people who use this type of service to decide how much protection they want. They do this by choosing whether or not to work with people or entities which, like investment firms, are duty-bound to deliver a certain level of protection.

On this point, it would be useful if CESR could produce an economic analysis of this non-regulated sector, broken down by the number of people providing the service, its economic importance, the types of clientele, the problems encountered, and so on.

8. In any case, we believe that, pursuant to Article 4 MiFID, which defines investment advice, the only legally feasible response is to consider that investment advice encompasses the provision of recommendations for clearly specified financial instruments.

➤ ***Draft Level 2 advice***

9. In our view, the word [*specific*] should be maintained, but we are not in favour of adding the phrase [*or is made in bilateral communication or relationship*].

II. LIST OF FINANCIAL INSTRUMENTS (Art. 4 - Ann. 1 sect. C, p. 17 to 37)

10. AFEI examined with great attention and interest CESR's analyses and proposals on the complex issue of derivatives and on whether those derivatives not usually considered as financial instruments should be brought into that category for the purposes of MiFID.

Our examination has prompted the following observations, which we hope will make a constructive contribution to the debate.

A. General observations

11. AFEI notes that the approach followed by CESR raises many questions, even though this situation stems directly from the structure of MiFID itself and the form of the mandates issued by the European Commission. Some of those questions are clearly identified in CESR's consultation paper. The envisaged solutions are not always totally satisfactory, either because they provide only partial answers or because, in turn, they raise fresh questions.

Accordingly, AFEI is submitting for discussion an alternative approach that, in our view, is better suited to the issues that CESR needs to deal with, set forth in pages 17 to 37 of the consultation paper.

➤ *Issues involved in categorisation as a financial instrument*

12. AFEI believes that broadening the list of financial instruments to include a number of products not usually included in this category will meet three main objectives. And it is vitally important that the overall framework should hinge on those aims.

The first objective is to provide guarantees that will buttress investors confidence, which is so crucial to financial markets. Those guarantees are expressed in terms of organisational and conduct of business rules for professionals who trade these products, in terms of information about the products, in terms of market integrity, and so on.

The second objective, which complements the first one, is to create a level playing field between the professionals who deal in these products. To foster healthy, balanced competition among market participants across Europe, it is important to ensure that people who carry on the same business under the same conditions are subject to similar rules.

The third objective is to safeguard the stability of the financial system and prevent systemic risk.

13. In this regard, classifying a product as a financial instrument is a key step (albeit an inadequate one, see §23 *et seq*) in enforcing the legislation intended to create a harmonised framework at European level (MiFID, CAD, Prospectus Directive, Investor Compensation Directive, Transparency Directive, Market Abuse Directive, Collateral Directive, etc.).

Everything therefore depends on establishing precisely which products ought to or must be subject to this overall framework.

14. With that in mind, one of the main concerns of the regulatory authorities should be to adopt an approach that is consistent with the one used for other main classes of financial instruments, i.e. equities,

debt securities and derivatives on equity and debt. In particular, this emphasis on consistency should preclude the introduction of exemptions that are not backed by sound arguments.

Apparently, some market participants who deal products that might be classified as financial instruments have expressed concern. AFEI deeply regrets that CESR's consultation paper does not describe the reasons for those fears, since this would have been especially useful in identifying possible solutions (see also §25).

➤ **Products to be included in the "financial instrument" category?**

15. It is not always easy to determine whether a product can be categorised as a financial instrument. In recent years, the concern of the financial sector to respond to the increasingly complex needs of industry and trade has led to the emergence of new products that previously would have been unimaginable. Ten years ago, who could have foreseen a market in telecommunications bandwidth?

This trend is more than likely to continue or even gather momentum; and products as-yet undreamed of will surely come to market. For that reason, AFEI believes it is vital to come up with a definition that can accommodate future developments without having to be constantly re-jigged. Market participants need a degree of predictability in order to determine the categories into which a new product will probably fit and, hence, to anticipate the likely consequences.

16. It is especially important to identify clearly and precisely the products that will be categorised as financial instruments because the commodities market, like the derivatives market, is growing briskly. Growth is particularly strong outside the United States, notably in Europe (table).

TOTAL WORLD DERIVATIVES VOLUME								
	2003			2002			2001	
	Volume	% of total	% YOY	Volume	% of total	% YOY	Volume	% of total
Interest rates	1,881.27	23.19	27.25	1,478.44	23.78	19.85	1,233.56	28.11
USA	678.30	36.06	17.11	579.21	39.18	23.58	468.71	38.00
Ex USA	1,202.97	63.94	33.78	899.23	60.82	17.57	764.85	62.00
Equities and Indices	5,519.39	68.03	33.13	4,145.88	66.68	54.86	2,677.16	61.02
USA	1,212.19	21.96	20.33	1,007.42	24.30	12.85	892.69	33.34
Ex USA	4,307.20	78.04	37.24	3,138.47	75.70	75.88	1,784.47	66.66
Commodities	633.56	7.81	19.18	531.59	8.55	27.91	415.59	9.47
USA	245.27	38.71	5.97	231.46	43.54	20.38	192.28	46.27
Ex USA	388.29	61.29	29.37	300.13	56.46	34.41	223.30	53.73
FX	77.85	0.96	28.55	60.56	0.97	0.08	60.51	1.38
USA	36.10	46.37	38.47	26.07	43.05	7.77	24.19	39.98
Ex USA	41.74	53.62	21.02	34.49	56.95	10.58	31.19	51.55
Other	0.66	0.01	-17.50	0.80	0.01	0.00	0.80	0.02
USA	0.66	100.00	-9.59	0.73	91.25	-2.67	0.75	93.75
Ex USA	0.00	0.00	-100.00	0.07	8.75	NA	0.00	0.00
TOTAL	8,112.73	100.00	30.49	6,217.27	100.00	41.70	4,387.62	100.00
USA	2,172.52	26.78	17.76	1,844.89	29.67	16.87	1,578.62	35.98
Ex USA	5,940.20	73.22	35.86	4,372.39	70.33	55.94	2,803.81	63.90

Source FIA Washington

17. AFEI supports a generic definition of derivatives. Although derivatives have not traditionally been considered as financial instruments, they must now be treated as such. Given the aims of the classification, AFEI considers that a product's 'financial' character is sufficiently evident if it is traded on a financial market (regulated market or multilateral trading facility) or if it may be cash-settled at the option of either party to the transaction.

AFEI therefore suggests that the definition be organised around the following conditions:

- (a.) The underlying of the derivative in question is not a financial instrument.
- (b.) The derivative's strike price is determined with reference to the price of the underlying or an event that effects the underlying.
- (c.) The product is traded on a regulated market or multilateral trading facility (MTF), as defined by MiFID, i.e. a trading platform that handles other financial instruments *stricto sensu* (by contrast, the fact that one or more such products is traded on a platform handling no other financial instrument is not a sufficient condition).
- (d.) Exercise results in cash settlement only, or may result in cash settlement at the option of either party to the trade, i.e. otherwise than in the event of default or other termination events.
- (e.) Factors (c.) and (d.) are alternative conditions.

In this definition, conditions (c.) and (d.) are key. Condition (c.) means that products quoted on financial instrument trading systems will naturally be treated as financial instruments. Under condition (d.), all products that may be settled only in cash upon exercise will be treated as financial instruments, and the cash settlement option is considered as a feature that fully warrants such treatment, having regard to the above objectives (see §12).

18. We are well aware that our proposal is not original, firstly because it simply combines some of the items referred to in paragraphs (5), (6), (7) and (10) of Annex 1-C of MiFID and secondly because it draws heavily on the proposal made by CESR in respect of "*other derivative financial instruments*". We are also aware that the proposal does not constitute a comprehensive answer to a very difficult question. That said, we feel that focusing the debate on the proposal's main themes will help to pinpoint the issues which need addressing. We have so far noted two such issues in particular.

As regards condition (a.), should cash underlyings be excluded? AFEI does not have the authority to answer this question.

Regarding condition (b.), the concept of "*an event affecting the underlying*" opens up a wide range of possibilities, possibly stretching to the gaming and betting industry. Indeed, what difference is there between a climate derivative, which is based on an average-temperature forecast for a given period and place, and a national lottery grid, based on the observation that the numbers chosen by the bettor/player may or may match those that are eventually drawn? Clearly, further reflection is needed on this point. It should be remembered, however, that classification as a financial instrument is not sufficient in itself to trigger the full set of requirements set forth in the aforementioned European framework (see §12 *et seq.*, as well as §23 *et seq.*).

19. In this broad framework, we wish to point out that if CESR decides not to adopt the principle of a generic definition, as proposed, then it should keep an updated list of all the products that will be included in the various categories provided for in the directive. It is extremely important that a product be treated in exactly the same way in all Member States.

➤ **Broaden the scope of "commodity"**

20. Under the approach outlined by the directive, a distinction is drawn between commodities *stricto sensu*, i.e. the instruments referred to in paragraphs (5), (6) and (7) and Annexe 1-C, and "other instruments" referred to in paragraph (10) of Annexe 1-C, which, although based on the concept of compulsory or potential cash settlement, can nevertheless span a very broad spectrum.

Paragraph (10) is intended to cover *"any other derivative contracts relating to assets, rights, obligations, indices and measures not otherwise mentioned in [Section C], which have the characteristics of other derivative financial instruments, having regard to whether, inter alia, they are traded on a regulated market or an MTF, are cleared and settled through recognised clearing houses or are subject to regular margin calls"*.

21. In AFEI's view, this wording has one major drawback, that is, it greatly undermines the precise definitions given elsewhere. In other words, the paragraph can serve as an 'omnibus' for products that have not been placed in other categories. On this point, we note that CESR's proposal for its Level 2 advice leaves considerable room for interpretation.

CESR suggests that *"a derivative relating to a 'specified other underlying' will have the characteristics of other derivative financial instruments if [...] it [...] is not a contract for a commercial purpose and has the characteristics of other financial instruments, where both such concepts are interpreted in the same way as for section C(7), with the necessary modifications in the case of an intangible underlying, to reflect the fact that settlement may involve a different mechanism to delivery (such as the assignment or novation of a contract or the amendment of a register)"*. It continues: *"For these purposes 'specified other underlying' means those types of property, rights or obligations considered in the advice under paragraphs 3.1(4) and (5) above, that is climatic variables, freight rates, emission allowances, inflation rates and other official economic statistics, as well as telecommunications bandwidth, commodity storage capacity and transmission capacity, renewable energy credits [and underlyings satisfying the criteria specified in paragraphs 5(a) to (d) of the advice under mandate 3.1(5)]"*.

22. For this reason, AFEI would like CESR to propose a definition of commodities that is broad enough to encompass all types of product that should be considered as financial instruments.

We therefore propose that CESR, using the elements outlined in §17, should give a definition of "commodities having the nature of financial instruments".

➤ **Recognising that commodities have the nature of financial instruments does not entail automatic enforcement of the obligations resulting from the European framework**

23. Regarding discussions on extending the 'financial instrument' category to include derivatives previously categorised otherwise, AFEI understands that one of the main concerns is the extent of the attendant obligations. Some observers believe these obligations might dampen the buoyancy of a rapidly expanding economic sector that is responding to the proven needs of the productive economy.

We are naturally mindful of this issue, which we believe applies in equal measure to financial market activity in general. One of our main concerns is the continual tightening of the obligations applicable to market participants. However, having regard to the objectives already mentioned (see §12 *et seq*), we are curious to know how the commodities sector, as defined in §22, could be considered as so specific that the exemptions and waivers already provided for in the European framework would be inadequate to address the fears expressed by participants in this market sector.

24. In AFEI's opinion, CESR should examine this issue in greater depth. It is only by looking at clearly identified problems that appropriate responses can be found. However, based on our initial analysis, we believe the following points are germane.

First, several of these obligations arise from categorisation not as a 'financial instrument' but as an 'investment firm'. However the latter category does not apply solely because a person deals in financial instruments. MiFID not only restricts the scope of own-account dealing; it also contains exemptions that should satisfy many of the concerns expressed so far. In particular, paragraphs b), d), i), k), and l) of Article 2(1) should be taken into consideration. One of their main results is that the obligations on conduct of business rules, organisational rules and prudential rules applicable to investment firms under MiFID, CAD and the Investor Compensation Directive, inter alia, do not apply in many of the situations that seem to be worrying participants who trade these products.

As regards the other directives, the following points are noteworthy. The Prospectus Directive applies only to securities, not to "*commodities*" as they are likely to be defined. The Transparency Directive applies solely to financial instruments admitted to trading on a regulated market. The Market Abuse Directive also applies solely to financial instruments admitted to trading on a regulated market, while some of its provisions cover financial instruments with an underlying that is traded on a regulated market.

25. A few examples will serve to illustrate this line of reasoning.

First, a farmer who buys a derivative to hedge against inclement weather or unfavourable movements in wheat prices does not have to be authorised as an investment firm, any more so than another financial investor. Neither is the person who sells the derivatives, be he a farmer with different expectations or a 'professional' who sells these products for a living, required to qualify as an investment firm solely for that reason. Investors are entitled to trade financial instruments among themselves without going through an investment firm. And a professional who trades solely for own account without providing other investment services, making markets or acting as a systematic internaliser (although this has no consequences for persons internalising commodities) is not required to acquire investment firm status.

The same analysis, albeit on a different scale, applies to an oil company that seeks to protect itself against unfavourable price swings or the unavailability of the tankers it needs to maintain supplies. It would also apply if the oil company were to set up a subsidiary charged with arranging or implementing hedges on its behalf (*MiFID, Art. 2(1), b*).

Moreover, the analysis still applies if the same persons effect these transactions for purely speculative purposes rather than for hedging. And a carmaker that 'bets' on the forward prices of, say, shrimps (to the extent that its articles of incorporation allow it to do so) does not need to qualify as an investment firm to do so.

26. In AFEI's opinion, the factors illustrated by the above examples would greatly reduce – or totally solve – any difficulties that might arise if certain products were classified as financial instruments. Whatever the circumstances, if particular concerns do remain, it will be necessary to identify them and explain in each case why market participants dealing in commodities should be afforded special treatment compared with those dealing in other financial instrument categories.

Regrettably, CESR has confined itself to a strict interpretation of the directive and the European Commission's mandates and has decided to forgo an approach that would address the underlying principles of this issue before going on to analyse specific difficulties. For this reason, AFEI believes it is absolutely vital that CESR should give the matter greater consideration and clarify any concerns that could not be dealt with under MiFID's existing provisions.

B. Observations on CESR's consultation paper

27. In view of these prefatory remarks, we do not think it necessary to comment in detail on the content of CESR's consultation paper. However, we do wish to make some observations on particular points.

➤ **Scope of CESR's advice**

28. CESR says that *"its consideration of this mandate has been limited to the context of the Directive. In particular, the draft advice on the definition of a 'commodity' is valid only for the Directive and is not intended, without further explicit consideration, to affect the various definitions of 'commodity' in national and other legislation for other purposes"*.

29. On this point, AFEI notes that although there is no doubt about the limits on the scope of CESR's advice from a purely legal perspective, that limitation will be harder to implement operationally. Given the need for consistency between legal frameworks, it is not easy to use identical concepts simultaneously to cover different legal situations.

Accordingly, the example chosen by CESR to spell out the consequences of its analysis is particularly inappropriate. Noting that only commodities admitted to trading on a regulated market are concerned, AFEI would consider it regrettable if the definition of commodities in MiFID differed from that in the Market Abuse Directive. If this were the case, it could have a detrimental impact on the understanding of the legal framework for financial market activities and, hence, on investor confidence. AFEI feels that this point needs to be clarified in the course of subsequent work.

30. Broadly, AFEI considers that CESR should try to establish a definition of commodities that would apply throughout Europe, rather than solely within the scope of MiFID.

B.1. Definition of commodity

➤ **General approach**

31. AFEI endorses CESR's suggestion to propose a definition of commodity at Level 2 that *"will assist in achieving a common interpretation of the scope of the Directive among Member States"*. In our view, that objective is absolutely vital to achieving European harmonisation under MiFID.

Subject to the reservation expressed in §19, we also support CESR's decision not to offer an exhaustive list of instruments to be categorised as commodities for the purposes of the directive. We believe that, in view of the vitality and innovative drive that have epitomised the commodities sector in recent years, any such list would quickly become meaningless.

32. As mentioned above (§20 *et seq*), AFEI believes that the term *"commodity"* should be defined in the broadest possible terms in order to accommodate future developments as smoothly as possible.

➤ **Fungibility**

33. AFEI shares CESR's view that *"it is not relevant whether a particular commodity derivative is fungible with other commodity derivatives"*.

Aside from the argument put forward by CESR, we note that fungibility has never been a differentiating factor for other financial instruments, especially over-the-counter derivatives, which are often one-off products designed to meet specific investor requirements.

➤ ***The treatment of intangibles***

34. AFEI understands the debate sparked by the thorny issue of intangibles, and in particular the question of a formal link with the directive, which distinguishes between commodities *stricto sensu*, i.e. the instruments listed in paragraphs (5), (6) and (7) of Annex 1-C, and "other instruments" of a similar nature, referred to in paragraph (10) of that annex. We believe, however, that the only way to tackle this issue is to pursue a line of reasoning that disregards whether the underlying commodity is a tangible or intangible asset.

Bearing in mind the aims of categorising "commodities" as financial instruments (see §12), as well as the remarkable vitality and innovation that characterise the derivatives sector, CESR should come up with a definition broad enough to incorporate all products that have more or less the same purpose as more conventional derivatives, regardless of whether they exist today or are still on the drawing board.

➤ ***The treatment of electricity***

35. This particular issue aptly illustrates what we have already said (§34 *et seq*). Including electricity derivatives as financial instruments for the purposes of MiFID could certainly be justified by a desire to address the energy sector as a whole. But it would be illogical if the definition of "commodities" had to be confined to tangible assets only.

In AFEI's view, that inclusion is both justified and justifiable in order to reach the objectives outlined in §12.

➤ ***The treatment of telecommunication bandwidth***

36. CESR is awaiting the outcome of the consultation to decide whether this singular 'product' should be considered as a commodity. The issue goes hand in hand with the broader question of whether to consider services such as the transport and storage of pure commodities as commodities in their own right.

Once again, AFEI believes that the answer should be framed in relation to the aim of considering commodities as financial instruments. We are therefore in favour of the broadest possible definition of "commodity".

➤ ***The meaning of delivery***

37. AFEI fully supports CESR's approach. We would point out, however, that delivery is a pointlessly restrictive criterion since it can only apply fully to goods.

➤ ***Trading***

38. AFEI shares the opinion of CESR that requiring a liquid market in the underlying is inappropriate when seeking to define a commodity. We note, as we did for fungibility (§33), that no such criterion has ever been mooted for characterising other derivatives that have 'pure financial instruments' as underlyings.

➤ **Answers to CESR's questions**

39. In the light of the above observations, our answers to CESR's questions are as follows:

- Question 2.1. No
- Question 2.2. Yes
- Question 2.3. Yes
- Question 2.4. Not applicable
- Question 2.5. No
- Question 2.6. No

➤ **Draft Level 2 advice**

40. AFEI urges CESR to adopt a broad definition of "*commodity*" based on the points put forward in §17.

B.2. Commercial purpose and characteristics of other derivatives financial instruments

➤ **General approach**

41. AFEI agrees with CESR's analysis. We consider this to be an extremely important point that certainly cannot be addressed properly by seeking out "*the business intention of the participants*".

It is impossible to determine whether a particular product belongs in the 'financial instrument' category by applying such a criterion. A transaction may be undertaken by two people with different goals. One can be a financially-oriented counterparty, such as an investment firm or credit institution, involved in hedging, speculation or arbitrage, while the other is a 'pure' merchant with a commercial or industrial goal.

➤ **Spot transactions**

42. AFEI does not agree with the approach pursued in the United Kingdom, based on the 7 day test. As CESR rightly points out, the time difference between spot and forward settlement periods can vary significantly depending on the product and/or market.

We also note that such a criterion can, in some cases, lead to an illogical assessment of certain types of roll-over situations. For example, a position not initially categorised as a spot transaction simply because it is to be rolled over for a short period might no longer be considered as a financial instrument.

➤ **Third country markets**

43. AFEI believes that treating third country markets in the same way as regulated markets and MTFs for the purposes of MiFID can have unwanted effects. In particular, a participant in these markets could be forced to seek authorisation as an investment firm, even though it is not required to do so for its other business lines and the third country market in question does not require its members to adopt an equivalent status.

What is at stake here is the relative competitiveness of European market participants. However, in light of the aim of providing clients with certain assurances (see §12 *et seq*), this issue merits closer examination. One solution may lie in disclosing client-focused information.

➤ **Intention to deliver**

44. Because the term "*intention to deliver*" has to cover not only the physical delivery of goods (farm produce, metals, oil, etc.) but other forms of delivery such as the exchange of rights or ownership certificates, AFEI feels bound to point out that, in many cases, this intention is not fixed and irreversible throughout the life of the product in question.

Be that as it may, we do not agree with CESR that "*in some contexts, the [intention of the parties] will be very clear from the circumstances*".

Basing the recognition of a financial instrument on parties' future intentions will seriously undermine the framework, and AFEI is in total disagreement with this idea. Moreover, this is one of the reasons that led us to propose purely objective criteria.

➤ **Producers, users and commercial merchants**

45. An approach based on determining whether a party falls into a commercial category (e.g. producer, user) or a financial category (credit institution, investment firm) can give a clue as to whether the "*intention to deliver*" is probable, although it cannot do so with absolute certainty.

But the approach has a major drawback, namely that it is totally unsuitable in certain situations. For example, a party that would naturally be classified as 'commercial' may need to undertake speculative transactions that will be settled before maturity, i.e. without the intention to deliver. Conversely, a 'financial' party might need to effect delivery – particularly where this consists in transferring ownership rights or certificates – as a result of hedging transactions or contractual agreements with producers.

46. In view of the problems identified by CESR, and which AFEI fully understands, we believe that any criterion based on a party's status is inappropriate.

➤ **Draft Level 2 advice**

47. AFEI feels that satisfactory answers to the questions highlighted by CESR can be found in a broad definition of "*commodity*", premised on the factors listed in §17.

B.3. Definition of climatic variables, freight rates, emission allowances, inflation rates and official economic statistics

48. AFEI thinks that this issue can easily be dealt with through a broad definition of "*commodity*", premised on the factors listed in §17.

B.4. Other categories of assets, rights, obligations, indices and measures

49. AFEI thinks that this issue can easily be dealt with through a broad definition of "*commodity*", premised on the factors listed in §17.

III. GENERAL OBLIGATION TO ACT FAIRLY, HONESTLY AND PROFESSIONALLY AND IN ACCORDANCE WITH THE BEST INTERESTS OF THE CLIENT (Art. 19.1., p. 38 to 39)

➤ General observation

50. AFEI is surprised at the lack of space devoted to an issue that is the basis of investment firms' obligations to clients. Moreover, we feel that the comments that do appear are irrelevant.

In our view, this lacuna can only be due to the fact that the issue is such an important part of the framework. Article 19(1) states a general principle applicable to all the activities covered by MiFID, which guides professionals in every circumstance and which forms the centrepiece of the framework that will govern their activities. Accordingly, it does not need to be detailed at Level 2.

➤ CESR proposals

Question 3.1: *Do you agree with the proposals on portfolio management? Should any other issues be addressed under Article 19 (1)?*

51. We do not understand CESR's reasoning, which ultimately limits the scope of its proposal to portfolio management only. Moreover, this solution seems to be partially based on the observation that, in other situations, best execution can address these concerns. We therefore fail to see how this position chimes with CESR's previous proposal – with which we took issue – to apply the best execution obligation to portfolio management.

52. More generally, CESR's draft Level 2 advice raises two questions.

First, how can the obligations under Article 19(1) MiFID be adequately fulfilled by implementing a "strategy"? CESR's needs to clarify this issue.

The second question relates to the use of the word "exclusively" when stating that the transactions carried out by portfolio managers "*must be exclusively motivated by the interests of such clients [...]*". While the client-first approach is universally recognised as a fundamental and inescapable principle, it is not true to say that the client's interest should preclude all other interests. AFEI believes that the word "exclusively" should be deleted.

IV. SUITABILITY TEST (Art. 19.4., p. 40 to 44)

➤ **Criteria for assessing the minimum level of information**

Question 4.1: *Do market participants think that adequate investment advice or portfolio management service is still possible on the basis of the assumption that the client has no knowledge and experience, the assets provided by the client are his only liquid assets and/or the financial instruments envisaged have the lowest level of risk if the client is not able to or refuses to provide any information either on his knowledge and experience, his financial situation or its investment objectives? Or would this assumption give a reasonable observer of the type of the client or potential client the impression that the recommendation is not suited to, or based on a consideration of his personal circumstances?*

53. AFEI does not understand what CESR is seeking to address. In our view, there is no better way of protecting a client who refuses to submit to a suitability test than to provide him with the same level of information as that supplied to client who, following a suitability test, proves to be unskilled.

Perhaps CESR considers that, in such cases, it is absolutely impossible for an investment firm to offer the client in question an investment advice and/or portfolio management service? If so, then CESR should explain why this solution should not be extended to clients whose suitability test shows them to be totally lacking in financial skills. If the fact of supplying the maximum amount of information is not enough to protect clients who refuse to comply with a suitability test, how could it be enough to safeguard those who are financial neophytes?

➤ **Criteria for assessing the suitability**

54. We question CESR's approach because it treats investment advice in the same way as portfolio management. In fact, the two activities are different: investment advice consists in guiding clients in their choice of investments whereas portfolio management involves taking investment decisions on behalf of the client, while complying with his objectives.

AFEI is therefore eager for CESR to clarify the background to the remark that "*portfolio managers generally have discretion to enter into transactions without consulting their clients*". The use of the word "*generally*" means that there could be substantive differences in approach to a portfolio management service between Member States. If this were the case, then AFEI feels that CESR should provide a uniform interpretation of the content of that service.

A uniform interpretation is particularly necessary in view of CESR's remark that it "*is of the opinion that also in these cases, when the transaction is initiated by the client, the investment firm is obliged to check whether the financial instruments are suitable for the client unless it is clear that such transactions are to be effected outside of the scope of [...] portfolio management services, in which case Article 19(5) or (6), as applicable, will apply*". As far as France is concerned, there can be no doubt that any transaction initiated by a client is necessarily outside the scope of a portfolio management service.

55. AFEI does not understand why "*portfolio managers have to observe that each decision to trade is in line with the financial instruments suitable for the client [...]*".

We would point out that one of the main reasons that prompts clients to use this type of service is a lack of familiarity with financial markets. Portfolio managers are professionals who are able to appreciate the

level of risk involved in the transactions they undertake. They and they alone are capable of determining whether a transaction is consistent with the objectives set beforehand with the client.

➤ **Draft Level 2 advice**

56. AFEI notes that CESR uses the terms "*client*", "*retail client*" and "*professional client*" in its advice. However, given the content of point 2-b, which AFEI totally endorses, that advice should be considered to apply solely to "*retail clients*".

We believe that CESR's advice would be clearer if paragraph 2-b formed the introduction and the term "*retail client*" alone were used for the rest of the text.

57. The exact consequences of point 2-a-i are hard to identify, and CESR should make its intentions clear.

58. As regards paragraphs 6 to 9, AFEI thinks it is impossible to set the same rules for investment advice as for portfolio management.

In particular, we contend that using the concept of risk is totally inappropriate "*for assessing the suitability*". As we pointed out in §55, one of the main reasons why clients seek assistance with or delegate the management of their portfolio to a professional is their lack of financial skills. The manager should not be concerned with the level of risk but should concentrate solely on whether the transactions are consistent with the client's objectives. Regarding investment advice, surely it is one of the advisor's roles to warn the client and guide him if he chooses an investment that carries an unusually high level of risk but that seems consistent with his objectives?

59. Paragraph 8 is not at all relevant to portfolio management, as we pointed out in §55.

60. Point 9 is dangerously ambiguous when it provides for a situation "*where an investment firm provides investment advice to a client on the basis that it [...] acts as a portfolio manager*". How could the two services possibly be confused?

It is absolutely vital that CESR should clarify the content of the portfolio management service (see §54).

V. APPROPRIATENESS TEST (Art. 19.5., p. 45 to 47)

61. On the whole, AFEI fully supports CESR's analysis of this issue.

However, we feel CESR should point out that the possibility, recognised by the directive, that the "*warning may be provided in a standardised format*" leaves firms totally free to decide on the contents of that standardised warning.

VI. EXECUTION-ONLY (Art. 19 § 6, p. 48 to 52)

➤ **Non-complex instruments**

Question 5.1: *In determining criteria, should CESR pay more attention to the legal categorisation or the economic effect of the financial instrument?*

62. AFEI agrees with CESR that the definition of "*non-complex instruments*" should be general enough to accommodate the emergence of new products.

63. We do not share the view that "*Since straight derivatives are not mentioned in Article 19(6), all derivatives have to be considered as complex instruments according to the scheme and purpose of the restrictive preconditions of Article 19(6)*". We note that the concept of "*other non-complex instruments*" is meaningful only if it can be extended to instruments other than those in the list and if derivatives cannot be excluded on principle.

AFEI believes that, technically, the restriction is all the more pointless since some derivatives, such as listed warrants, can hardly be considered as complex.

➤ **At the initiative of the client**

Question 5.2: *Do you think that it is reasonable to assume that a service is not provided "at the initiative of the client" if undue influence by or on behalf of the investment firm impairs the client's or the potential client's freedom of choice or is likely to significantly limit the client's or potential client's ability to make an informed decision?*

Alternatively, do you think that the consideration of this overarching principle is not necessary because the use of undue influence could be subject to the general regulation under the UCPD and that CESR should base its advice more strictly on Recital 30 or refer entirely to this Recital advising the Commission that it is not necessary to adopt Level 2 measures in this area?

64. Interestingly, CESR approaches this question solely from the angle of investor protection, whereas AFEI feels that the real issue is the protection of investment firms.

Investment firms need to be able to identify for sure the situations in which they can indeed provide an execution-only service. Failing this, and especially where a low-margin business is involved, there is a risk that legal disputes with clients will multiply and that the courts will probably find in the clients' favour, since the investment firm will be left with the difficult task of proving it provided the service at the initiative of the client.

65. Although AFEI understands the thinking behind the concept of "*undue influence*", we believe that it will certainly not solve the problem. Moreover, we share CESR's opinion that the concept will apply anyway via the future UCPD.

For that reason, we recommend an approach based primarily on the information given to the client to help him weigh up the consequences of using an execution-only service. Provided those disclosures are totally unambiguous – and apart from atypical situations in which an investment firm might be able to force a client to use a service against his will – there can be no doubt that the service is indeed provided at his initiative.

➤ **Content of the related warnings**

66. In the light of what was said earlier, AFEI agrees with CESR's proposal not to prescribe any Level 2 measures. We feel that CESR should define the core content of warnings, without actually laying down precise language, which in any case we think is undesirable because each investment firm should have a good degree of responsibility in this area.

Nevertheless, we wish to stress that while it is absolutely necessary to protect and inform clients, it is also necessary not to go to ridiculous extremes, at the risk of treating retail investors as incompetents in the legal sense of the term.

➤ **Draft level advice**

67. Provided the term "*non-derivative*" is deleted, in line with our comment in §63, AFEI agrees with CESR's proposal on the "*Definition of non-complex instruments*".

However, we suggest modifying subparagraph a) to state that the condition is deemed fulfilled if the financial instrument is admitted to trading on a regulated market.

68. Regarding the reference to "*At the initiative of the client*", AFEI proposes the following wording:

"The execution-only service shall be considered to be provided at the initiative of the client if the client has received all the information needed to assume a clear understanding of the consequences arising from the provision of this service."

Whatever the circumstances, if the concept of "*undue influence*" is to be used, AFEI considers that it must be defined at Level 2.

VII. TRANSACTIONS EXECUTED WITH ELIGIBLE COUNTERPARTIES (Art. 24, p. 53 to 57)

➤ **Opt in / opt out regime**

69. On the whole, AFEI agrees with the approach proposed by CESR.

However, we do not believe there is a case for obliging an investment firm dealing with other investment firms or credit institutions to provide them with specific information about its classification as an eligible counterparty. The reasoning whereby "*This transitional information requirement reflects the fact that the eligible counterparties regime will represent an innovation in most Member States*" cannot apply to these entities which, by nature, have to be cognisant of the legal framework within which they conduct their business. If they do not wish to be considered as eligible counterparties, it is up to them to inform the investment firm with which they are doing business.

Accordingly, the first paragraph of the *Draft Level 2 advice* should be amended as follows:

"If, before the Directive is transposed, an investment firm provided investment services to an eligible counterparty that falls within one of the categories listed in the first paragraph of Article 24(2) but that is not an investment firm or a credit institution, it must inform that entity, before providing any services to that entity after the transposition of the Directive, that, on the basis of the information available to it,

the entity is deemed to be an eligible counterparty "per se", and will be treated as such unless both parties agree otherwise".

➤ **Proportionate requirements**

Question 6.1: *Do Market Participants agree that the quantitative thresholds for undertakings to request treatment as eligible counterparties should be the same as the thresholds for professional clients? Please provide the reasons for your position.*

70. AFEI sees no objective reason why the qualitative criteria used to define eligible counterparties should be different from those for professional clients. As CESR has pointed out, it must be taken into consideration that these persons *"will [...] only be treated as eligible counterparties if they expressly confirm that they wish to be treated as such"*.

From this point of view, AFEI does not believe there is any proof that *"these entities may be encouraged to accept treatment as eligible counterparties via attractive financial conditions or other incentives, which could lead them to take risks they have not properly evaluated"*. It is clearly in the interest of investment firms to ensure that such persons make an informed choice about the consequences of being classified as an eligible counterparty.

VIII. DISPLAY OF CLIENT LIMIT ORDERS (Art. 22.2., p. 58 to 60)

➤ **Visibility and accessibility test**

71. AFEI feels it necessary to recall the key issue at stake. An investor who elects to place a limit order 'transmits' information that is material for the market, namely 'I am willing to buy or sell such-and-such a quantity of securities at such-and-such a price'. This information, which comes with the scope of pre-trade transparency, plays an extremely important role in ensuring an efficient price formation process.

That is why the directive introduces a mechanism for making the information widely available, notably by sending limit orders to a regulated market or an MTF. Accordingly, the purpose of Article 22(2) MiFID is not so much to favour the execution of the investor's order – moreover, we see no reason why limit orders should receive preferential treatment – but to ensure that the market as a whole is properly informed.

72. Subject to the remarks below (see §73), AFEI believes that simply sending limit orders to a regulated market or an MTF is not enough. It is also necessary to consider the actual exposure of market participants to the information contained in those orders. Otherwise, there is a risk that orders may be sent to an 'exclusive' market system that is unable to relay the information satisfactorily.

In our view, therefore, a liquidity criterion should be taken into account, since the obligation under Article 22(2) cannot be deemed satisfied unless limit orders are sent to the most liquid market(s). Recognising that a market is liquid means acknowledging that a large number of buying and selling interests are matched on that market and that, as a result, a large number of participants can access the information contained in limit orders.

At the very least, information about limit orders should be made available in a standardised format that can be factored in by data vendors.

73. AFEI wonders about the consequences of CESR's analysis that *"The requirement to display non-executable client limit orders does not provide any kind of safe-harbour for best execution obligations"*

and firms should fulfil best execution obligations when choosing how and where to display a non-executed client limit order".

In our view, CESR's intention of linking the obligations in Article 21 with those in Article 22(2) is inappropriate. We recall that, in the context of best execution, we are in favour of placing strong emphasis on contractual discussion so that an investment firm can reach agreement with its clients on the order execution system(s) to which it commits itself (cf. AFEI / 04-29, §11 *et seq*).

In practice, two situations may arise. First, a firm's execution policy includes a regulated market or an MTF on which limit orders can be executed. Naturally, therefore, any client limit order that is not dealt for own account should be sent to that market or MTF. In this case, the client genuinely intends his order to be transmitted to this system. Second, the execution policy does not include a regulated market or an MTF where limit orders can be executed, in which case the orders should be sent to a similar system that offers the best liquidity. In this second situation, an investment firm that considers this constraint unacceptable can always agree beforehand with its client that the service it provides does not permit limit orders.

➤ **Draft Level 2 advice**

74. Item 2 should be amended to specify that limit orders must be sent to a highly liquid market.

CESR should draw up proposals to that effect. AFEI recalls the observations made on the subject of best execution (cf. AFEI / 04-29, §17 *et seq*).

75. AFEI feels that item 3 is inappropriate.

Question 7.1: *In your view, what types of arrangements other than RMs and MTFs could be considered as complying with Article 22.2?*

76. Regarding the liquidity criterion, which in our view is essential, we believe that only regulated markets and MTFs meet the conditions set forth in Article 22(2). Allowing unexecuted limit orders to be sent to other venues could detract from the transparency of the market.

Question 7.2: *Do you consider the proposal on publishing the client limit order in a quote-driven system appropriate?*

77. We see no reason why limit orders should not be sent to a quote-driven regulated market, provided that arrangements are put in place to ensure the visibility of the non-executed portion of such orders, as CESR proposes.

IX. PRE-TRADE TRANSPARENCY – SYSTEMATIC INTERNALISERS (Art. 4 and 27, p. 61 to 84)

78. Regarding the rules applicable to systematic internalisers, AFEI first wishes to recall the purposes that informed the drafting of Articles 4 and 27 MiFID.

Thanks to order internalisation systems, intermediaries are now able to capture a fairly substantial share of market liquidity, sometimes individually but in any case collectively. In equity markets, where this could have serious repercussions for the efficiency of the price formation process, it has been deemed necessary to make some intermediaries contribute to this process by requiring them to publish firm quotes at which they undertake to trade.

Accordingly, the following comments seek to ensure that the Level 2 rules recommended by CESR are consistent with this general objective.

79. We feel that this recap is particularly important since, based on the information we have obtained about CESR's current policy stance, we believe there is a genuine risk that this general objective will be ignored in favour of a piecemeal, and therefore simplistic, approach to the issue at stake in internalisation.

Accordingly, the following comments seek to ensure that the Level 2 rules recommended by CESR are consistent with this general objective.

Moreover, at this stage, we are not making direct proposals for the wording of CESR's Level 2 advice to the European Commissions. In our view, this would be useful only if CESR finds some relevance in the issues highlighted by our remarks.

1) Definition of Systematic Internaliser (Art. 4.1.7.)

80. Firstly, even though the directive is inconsistent on this point, AFEI sees no point in addressing the issue of systematic internalisers without considering the obligations set forth in Article 27. In other words, clarifying the content of Article 4.1.7. is useful only in relation to systematic internalisers dealing in equities.

We wish to point out that many firms will doubtless come within the ambit of systematic internalisation as a result of their fixed-income business but, despite this, will not be subject to any obligations.

➤ Organised, frequent and systematic basis

Question 8.1: *Do consultees agree with criteria for determining systematic internaliser? Should additional/other criteria be used and if so, what should these be?*

Question 8.2: *Should the criteria be fulfilled collectively or used separately?*

Question 8.3: *Should CESR set criteria for the term "frequent"? If so, do consultees support the setting of numeric criteria or do they believe that a more flexible approach would be useful? What should these criteria be?*

81. While acknowledging CESR's approach, we find it hard to share the view that "it may be sufficient for 'frequent' to capture the concept of a firm that internalises on a regular and continuous

basis". In our view, the decision to use the word "*frequent*" could be prompted only by the fact that it could not be confused with "*organised*" or "*systematic*".

Having regard to the objectives recalled in §78, AFEI believes that "*frequent*" should be defined in terms of the ratio of internalised order volume to overall volume. The larger the internalised portion, the less the intermediary participates in the price formation process and, at the same time, the more it derives individual benefit from information that others have helped to create. All the more reason for requiring it, via the obligations set forth in Article 27 MiFID, to contribute to the information creation process.

82. AFEI-led discussions on this issue have concluded that internalisation should be considered frequent if it accounts for around 10 to 15 per cent of the total trading volume recorded on a third-party account.

This 10 to 15 per cent ratio should be assessed as follows:

- a. in terms of total transaction value
- b. for each share in which there is a liquid market, as defined in Article 27(1) (see §93 *et seq*)

83. The main difficulty, in this case, will stem from the threshold effect created by introducing this criterion. To address the problem, at least partially, AFEI proposes that the 10 to 15 per cent yardstick should be calculated from a long-run average (12 months) and be reviewed periodically (every 3 months).

However, we believe that further analysis is needed in order to limit the threshold effect.

➤ ***Deals on own account by executing client orders***

84. AFEI notes that CESR fails to elaborate on the meaning of the phrase "*deals on own account by executing client orders*", included in the definition of systematic internaliser. AFEI hopes that this shortcoming results solely from the realisation that the wording poses no problems. But we fear this is not the case.

In our view, the only way to interpret the phrase "*deals on own account by executing client orders*" is to consider that it excludes 'pure own-account' trades only, i.e. proprietary transactions effected through a multilateral system (regulated market or MTF) or another investment firm (within the meaning of the directive, i.e. including credit institutions). By contrast, all other transactions affecting the firm's proprietary trading book must be considered to have been effected "*by executing client orders*". If not, much of the framework would be rendered meaningless.

85. Accordingly, we feel it is vital for CESR to confirm this analysis or, failing this, to specify the basis for identifying situations in which "*client orders*" are executed. Moreover, this issue is of cardinal importance compared with the question of calculating standard market size (see §102).

➤ ***Outside a regulated market or an MTF***

86. Neither does CESR elaborate on the phrase "*outside a regulated market or an MTF*", which also appears in the definition of systematic internaliser. It is true that the meaning of this expression does not seem to be overly problematic.

AFEI points out, however, that a large part of the framework put in place through Articles 4 and 27 could be rendered null and void. If regulated markets and MTFs are allowed to provide in their operating rules that any transaction reported to them is considered to have been transacted on their systems – even if it

meets none of the other trading rules – then investment firms could behave as systematic internalisers on such systems without bearing any of the consequences.

87. AFEI therefore urges CESR to specify when a transaction should be considered as having been effected *"outside a regulated market or an MTF"*.

➤ **Conditions to cease systematic internalisation**

Question 8.4: *Do you agree with the proposed obligation to disclose the intention to cease systematic internalisation? Should CESR propose more detailed proposals on this and if so, what should be the appropriate notice period?*

88. AFEI questions CESR's view that *"a systematic internaliser wishing to stop systematic internalisation in a given share should advise the market in advance"*. We note firstly that there are no arguments that actually support this approach and that no details have been given about the disclosure itself (see §90).

We also note that there is little basis for the concern that some firms may be able *"to discontinue trading in a share from one minute to the next"*. The status of systematic internaliser depends first and foremost on a firm's commercial strategy and whether it intends to offer clients an internalisation service. No such strategy can be credible if it is in constant flux.

Having said this, AFEI notes that systematic internalisers play an active role in ensuring market transparency and they should therefore be required to clearly inform the market of their presence or absence. In this regard, we would like CESR to explain why it has made provisions for this only when a firm ceases systematic internalisation, not when it commences.

89. In practice, two broad types of situation can be envisaged. (Note that the aim is not to take account of unusual market situations in which the obligation to publish quotes could expose a systematic internaliser to disproportionate risk (see §123 *et seq*)).

In the first situation, a firm decides to cease systematic internalisation on one or more shares. As mentioned before, that decision is a multifaceted one, especially from the commercial standpoint, and is therefore unlikely to be taken overnight. Accordingly, informing the market ahead of time should not pose a problem.

In the second situation, the firm no longer qualifies as a systematic internaliser because one or more of the necessary criteria has lapsed. In this case, the question will probably be framed mainly in terms of the concept of *"frequent"*, assessed by the ratio of internalised orders to overall orders. If this ratio is calculated from a regularly revised average figure, then it would be sufficient to provide that the date of calculation will differ from the effective date.

90. However, informing the market is pointless unless there is a centralised tool that can supply this information effectively and efficiently, enabling data vendors to capture it and incorporate it into their systems. AFEI believes that CESR should maintain such a centralised tool, with input from national regulators, which would make it possible to identify the systematic internalisers present for each share, as well as the types of client that can access their quotes.

91. Within this general framework, AFEI believes that the period between informing the market and ceasing internalisation should in any case be short. In our view, one or two business days would be amply sufficient.

2) Scope of the rule (Article 27(1))

➤ **Basis of liquidity**

Question 8.5: *Should liquidity be measured on an EU-wide or national basis?*

92. AFEI has read the arguments underpinning CESR's approach with interest. We are therefore surprised that the question of whether liquidity ought to be measured at EU or national level has been left open.

First, since one of the key aims of the directive is to foster the creation of a unified capital market at European level, it would be totally illogical to introduce nationally-oriented criteria without giving clear Level 1 guidelines on the matter. Second, even though it may be hard to grasp, the definition of liquidity must be unique and must not encompass dissimilar situations, depending on whether it is viewed from London or Vilnius. Last, it is vital that the concept of liquid shares be defined in the light of its objectives: in Article 27 MiFID, although the aim is to limit the risk exposure of systematic internalisers that publish firm quotes, there is no indication of how or to what extent that risk might vary depending on the country and/or market.

In view of the above, AFEI believes that is absolutely impossible to measure the liquidity of a security otherwise than at European level.

➤ **Possible methods to define liquid shares**

Question 8.6: *Do consultees have a preference in favour of setting pre-determined criteria or using a proxy approach?*

Question 8.7: *Regarding the different criteria described above, do consultees agree with the analysis of each of them, and are there other methods which should be evaluated?*

Question 8.8: *Is it possible and/or appropriate to use for the purposes of Article 27 a combination of absolute and relative criteria to define shares as liquid?*

Question 8.9: *Do consultees consider the proposed figures (i.e. 480 trades per day and 95 per cent of total trading) as appropriate? If not, and where no figures are suggested what are the appropriate figures in your opinion?*

Question 8.10: *Do consultees agree with the analysis of the relative merits and drawbacks of using proxies such as indices?*

Question 8.11: *Which criteria would best accommodate the needs of different markets within the EU?*

93. We closely examined the methods envisaged by CESR for defining liquid shares, and we applaud its in-depth analysis. We also paid careful attention to the statistical data that CESR recently collated with the help of the markets.

But we feel – and CESR itself points this out – that each of these methods has at least as many advantages as drawbacks and that although the criteria (or a combination of criteria) proposed by CESR seem relevant, they may actually prove difficult to put into practice.

94. For that reason, AFEI suggests using one simple criterion that is easy to use and unchallengeable, namely market capitalisation.

Drawing on our discussions with market professionals, and given the objective of limiting the risk exposure of systematic internalisers that publish firm quotes, AFEI recommends that all shares with a capitalisation in excess of €3 billion should be considered as liquid for the purposes of Article 27(1).

For guidance, according to the data collected by AFEI and measured at 31 December 2004, without taking into account the ten new EU entrants, the definition of "*liquid*" according to this criterion would apply just over 350 shares (table).

Number of shares	>= €3bn		>= €4bn		>= €5bn	
	Cap.	Float	Cap.	Float	Cap.	Float
Austria	4	3	4	2	4	1
Belgium	14	10	12	9	10	7
Denmark	6	5	5	5	5	4
Finland	6	5	5	5	4	3
France	58	35	49	33	41	33
Germany	43	30	36	25	30	21
Ireland	8	7	6	5	5	5
Italy	36	24	27	18	25	14
Luxembourg	1	0	1	0	1	0
Netherlands	21	19	20	17	17	15
Norway	6	5	5	5	5	3
Portugal	5	3	4	3	3	2
Spain	29	14	23	13	18	8
Sweden	21	19	16	14	11	10
UK	111	100	84	76	74	68
Total	369	279	297	230	253	194

Source: STOXX

STOXX computes free float by adjusting market capitalisation by block ownership. This adjustment applies only if one of the following categories accounts for at least 5% of the outstanding shares: cross ownership, shares owned by governments or their agencies, family-owned shares, restricted shares, etc.

95. AFEI is well aware that this criterion may not be considered relevant enough, since the true measure of a share's liquidity is actually the free float (table). But experience has shown that this concept is not always easy to use – and CESR itself confirms that view when it says "*the definition of free float in EU markets varies significantly*".

Therefore, pending some unified definition that CESR may eventually impose, we believe that a near-term solution could consist in giving systematic internalisers the possibility of demonstrating to regulators that a share defined as liquid on the basis of capitalisation is not truly liquid. In this case, the analysis should be taken further with a view to specifying how such a demonstration might be made.

3) The determination of the Standard Market Size / Classes of shares (Art. 27(1) and 27.2.)

96. AFEI first wishes to stress the importance of calculating Standard Market Size (SMS) within the framework applicable to systematic internalisers. Only investment firms that systematically internalise orders smaller than the SMS are required to publish firm quotes. However, having regard to the objectives recalled in §78, it is clear that the SMS is a matter of crucial importance. If the SMS is set too

low, then the firms that take the most liquidity out of the market will be able to circumvent Article 27. In fact, this is almost certainly the most important question that CESR will have to address in connection with Article 27.

The SMS should therefore be determined as objectively as possible, in a way that reflects real market conditions and is consistent with the aim of safeguarding market efficiency.

➤ **Calculation of the average order value**

97. AFEI supports CESR's proposal that the competent authority of *"the most relevant market in terms of liquidity"* should be responsible for this calculation.

➤ **Calculation period**

98. AFEI agrees with the observation that *"The period used for calculation should be long enough to guarantee the statistical representativeness of the result"*.

From this viewpoint, we consider that the proposed 12-month period is appropriate for ensuring a degree of stability. However, we believe that the SMS should be recalculated every 6 months so that market developments can be taken into account in a timely manner.

➤ **Basis of calculation**

Question 9.1: *Do you agree with CESR's approach of proposing a unified block regime for the relevant provisions in the Directive or do you see reasons why a differentiation between Art.27 MiFID on the one hand and Art.29, 30, 44, 45 MiFID on the other hand would be advisable?*

99. AFEI notes firstly that the question of *"orders executed which are large in scale compared to normal market size"* is particularly important, having regard to the objective set forth in Article 27 MiFID. The level above which an order is deemed *"large in scale compared to normal market size"* has a direct impact on the SMS calculation base. The lower that level, the narrower the calculation base and the greater the proportion of low value orders. And the lower the SMS threshold, the smaller the number of firms concerned by Article 27.

Once again, therefore, it will be the firms that can withdraw the most liquidity from the market – even where this is unwarranted by the size of their trades – that will be able to circumvent Article 27.

100. AFEI therefore stresses that it might make sense to treat the concept of 'executed orders' in the same way as *"orders that are large in scale compared to normal market size"*, whether through Article 27 MiFID or through Articles 29, 30, 44 and 45 and also 28. Adopting the same terminology should indicate a desire to address the same situations.

We believe, however, that in view of the objectives given to each article, this similar treatment would be pointless. More importantly, it would be a major unsettling factor. We also find it extremely problematic that CESR should take such a casual approach to the issue of market transparency, on which the equilibrium of the entire MiFID framework hinges and which is the cornerstone of market efficiency.

101. At this stage, we simply wish to highlight some factors that we feel CESR should take into account in its deliberations. First, addressing the issue of Standard Market Size without at the same time making proposals for 'normal market size' (NMS) is bound to distort the underlying reasoning. To allow market participants to weigh up the import of CESR's proposals on the SMS, it is important to provide them at least with guidelines on NMS.

Our second remark concerns post-trade transparency. In view of the importance of post-trade transparency for an efficient market, AFEI emphasises that delayed publication should be permissible only for trades where an intermediary using its own book runs a real risk of being unable to unwind its position. From this viewpoint, the figures that have been mooted for block sizes that could give rise to delayed publication are obviously problematic and could seriously undermine available market information. For the record, we recall that, for the 150 most liquid stocks on the French market, a one-hour delay is authorised solely for trades in excess of €500,000. This can be extended to two hours if the trade is worth more than €2.5 million. It has yet to be proven that intermediaries find this amount to be overly restrictive.

The third remark applies to pre-trade transparency and the use of 'block size' to permit 'delayed display'. In this respect, AFEI feels strongly that CESR should place this question within the context of an explicit general issue. Given the way that markets operate today, the principle needs to be clarified. We recall that in quote-driven markets, pre-trade transparency results from the rule obliging market-makers to display prices for minimum quantities. In order-driven markets, it results from the number of orders in the order book, which in turn stems directly from the orders that intermediaries enter in the book, under their own responsibility. Accordingly, the concept of block sizes that would allow for delayed display is basically meaningless.

102. In light of what has been said above, AFEI feels that CESR's piecemeal approach seriously diminishes from the importance of the issues at stake. The overall perspective has been lost, and this raises a host of questions which CESR's member-regulators cannot afford to ignore.

In our view, therefore, and consistent with its purpose, Article 27 should be placed in the broader context of market transparency, which is considered vital to the efficiency of a unified European market.

AFEI will therefore pay close attention to the proposals CESR will make on this point.

103. As regards "*orders executed*", AFEI notes that CESR sees only two possible meanings, either "*completed transactions*" or "*separately executed buy and sell orders*". However, this distinction between orders entered into the trading system and those executed by the trading system (with the latter category encompassing the effects of the priority rule whereby an order may be executed in two or more transactions with different counterparties) has only a limited effect.

Judging by the initial data collected on this issue, AFEI notes that, while the shift from one concept to the other can result in a multiplication factor of 2, the amounts involved nevertheless remain small. The trade data produced by CESR (CESR / 04-717ANNEX 1) shows that, for the stock with the highest daily volume traded on Euronext Paris (i.e. Total), the average transaction, as defined by "*completed transactions*" is €73,000 whereas, for the stock with highest daily volume on Deutsche Börse (i.e. Siemens), the figure is €41,000.

104. One direct consequence is that Article 27 will not be binding on firms which, by internalising orders exclusively for institutions, remove the most liquidity from the market and can therefore detract most from its efficiency. In all probability, orders executed for institutional investors account for at least 70 per cent of the total volume of European stocks capitalised at more than €3 billion.

Specifying which orders are taken into consideration to calculate the SMS is also vitally important. It is worrying that CESR should address this issue solely in terms of orders executed on multilateral systems – particularly since, as mentioned in §84, CESR did not see fit to elaborate on the meaning of the term "*deals on own account by executing client orders*", included in the definition of systematic internaliser (see §84).

In our view, if the framework for systematic internalisation is to make any sense, it is absolutely vital that all market transactions should be taken into account when calculating the SMS. This includes trades dealt outside multilateral trading systems, i.e. almost systematically through an own-account trading technique. Therefore the only orders that should be excluded are those considered to be *"large in scale compared to normal market size"*.

105. To avoid ambiguity, CESR should confirm that this is indeed the basis of calculation for the SMS.

Assuming that confirmation is forthcoming, it must then be pointed out that the basis of calculation for the SMS would comprise different types of data, via the discussion on *"completed transactions"* versus *"separately executed buy and sell orders"*.

On the one hand we have orders executed off a regulated market or an MTF where, in practice, one order corresponds to one transaction declared in the venue's reporting systems. On the other hand we have orders executed within a regulated market or an MTF where, for every client order filled, several orders may have been entered into the trading system, and each of these may in turn have given rise to more than one transaction.

106. This goes some way to show why the SMS issue is so important. Setting the SMS at one or other of the aforementioned levels would mean that the obligations of Article 27 MiFID do not apply to any firm acting as a systematic internaliser solely for institutional investors, since the orders placed by that clientele, which are likely to be internalised, are well above those thresholds.

107. At this stage, AFEI is unable to draw clear-cut conclusions from that observation, for want of detailed statistical data. It is therefore absolutely vital that CESR should carry out a 'dummy run' based on the 50 most highly capitalised stocks in Europe. In particular, it should specify the amount of each client order, irrespective of the number of trades needed to fill them. The "nifty fifty" will undoubtedly be categorised as liquid shares, regardless of how that category is defined.

Depending on the data that the various competent authorities can extract from their reporting systems, CESR should then determine the SMS for each of these 50 stocks

➤ ***Definition of the classes in which liquid shares should be grouped***

Question 9.2: <i>Would you consider a large number of SMS classes, each comprising a relatively small bandwidth of arithmetic average value of orders executed, as problematic for systematic internalisers?</i>

108. From a technical and management perspective, the number of classes is not a major issue for systematic internalisers.

AFEI nevertheless believes that, without creating too many classes, it is important to ensure consistency within each class. Based on our proposal to select capitalisations in excess of €3 billion – i.e. around 370 shares, based on available data – we believe these stocks could be divided into some fifteen or twenty classes. However, that initial estimate will need to be fine-tuned using statistics gathered by CESR, with a view to achieving a minimum degree of uniformity in each class.

Question 9.3: *In your opinion, would it be more appropriate to fix the SMS as monetary value or convert it into number of shares?*

109. In AFEI's opinion, the SMS can be expressed only as a monetary value. Setting the SMS as a number of shares is pointless, firstly because their prices are likely to fluctuate and secondly because they can be affected by corporate actions, especially splits.

➤ **Revision of the groupings/calculations**

Question 9.4: *Do you consider subsequent annual revisions of the grouping of shares as sufficient or would you prefer them to be more frequent? Should CESR make more concrete proposals on revision? In particular, should the time of revisions be fixed at level 2?*

110. At this stage, AFEI considers that an annual revision is sufficient, both for the number of classes and for the SMS.

➤ **"Ad hoc" revisions of the average value of transactions**

111. AFEI agrees with CESR's proposal that "*when there has been an extraordinary event, such as a takeover bid, public offering, merger or other event that has an effect on the average order values of the shares [...], the competent authority should [...] have discretion to recalculate the average value in response to such events*".

➤ **New issues**

Question 9.5: *Do you support the determination of an initial SMS by grouping the share into a class, once a newly issued share is traded for three months, or do you consider it reasonable to fix an initial SMS from the first day of trading of a share by using a proxy based on peer stocks?*

112. In AFEI's opinion, a lag period would be useful for new issues that have yet to be traded on the market. However, we question the advisability of a three-month lag. We note that, in terms of stabilisation, European Regulation 2273/2003, sets a period of thirty calendar days.

Moreover, we believe that CESR must take a decision on whether transactions may be internalised during the stabilisation period. At this stage, we are generally in favour of an outright ban on internalisation for stocks capitalised above the threshold for the 'liquid shares' category.

➤ **Coming into force**

Question 9.6: *Do you consider a two week period from publication as sufficient for systematic internalisers to adapt to new SMSs?*

113. AFEI considers that a two-week period is amply sufficient to allow systematic internalisers to configure their systems.

➤ **Publication of the class of shares to which each share belongs**

Question 9.7: *Do you agree on the proposal on publication of the classification of shares? Would you prefer the establishment of a single contact point (at level 2)?*

114. CESR's proposal is a minimum requirement. To facilitate the management of systematic internalisers, AFEI believes that CESR should consolidate the various lists prepared by competent authorities.

4) Obligations of the Systematic Internaliser

Question 10.1: *Do consultees consider that there might be specific regulatory issues and specific provisions needed where a systematic internaliser is the trading venue with the largest turnover in a particular share falling within the scope of Article 27?*

115. We find it hard to make constructive comments on this issue, since CESR has provided no data that would shed light on it.

As things stand, we believe the issue should be examined in greater detail and we wish to submit three observations to that end. First, the directive does not allow for special treatment of systematic internalisers. Second, there is little likelihood of such a situation occurring in an efficient market, so, if it does arise, attention should be focused on the market's overall efficiency. Third, assuming that efficiency is not at fault, the capacity of a systematic internaliser to attract liquidity obviously depends on the value-added it delivers to investors. Surely, additional constraints would alter that value-added?

➤ **Publication of quotes on a regular and continuous basis during normal trading hours**

Question 10.2: *Do consultees agree that the availability of quotes during 100 per cent of normal trading hours of the firm is reasonable and workable requirement for "on a continuous basis"?*

116. AFEI agrees with CESR proposal that "Quotes should [...] be published 100 per cent of the time during the firm's normal trading hours, those trading hours being decided and made public by the firm".

However, we believe CESR should make it clear that the trading hours in question are those applicable to a firm's systematic internalisation activity and not simply to its quote display activity.

➤ **Access to quotes**

Question 10.3: *Do consultees think that publication of quotes solely on the firm's own website meets the "easily accessible"-test?*

117. In AFEI's view, the requirement to publish quotes solely on the systematic internaliser's website is not sufficient to meet the "easy accessibility" test. Information would be scattered, and this would undermine the transparency of the market. It is highly unlikely that quote vendors alone would be able to offset this dispersion of information.

Nonetheless systematic internalisers should make their information available in a standardised format that will allow quote vendors to consolidate it easily, if they wish to so.

118. More generally, we note that access to systematic internalisers' prices is an important issue and that CESR is taking too narrow a view of it, given the practical questions it raises.

At this stage, we consider it particularly necessary for CESR go into greater detail on two specific points.

119. The first point concerns the relationship between a systematic internaliser and an investor who has traded at the displayed price. The book entry materialising this event assumes that the investor has previously opened an account with the systematic internaliser. And nowadays, opening a new account entails a number of obligations, including checking the client's identity and status, respecting anti money-laundering requirements and meeting Know Your Customer rules.

Obviously, an investor who opens an account with a systematic internaliser simply so that he can do a trade at the displayed price if he sees fit can hardly be treated in the same way as an investor who enters into a relationship with a firm regardless of whether it is a systematic internaliser.

In our view, this poses a real problem, and we urge CESR to spell out which obligations systematic internalisers must fulfil under these circumstances.

120. The second point is directly related to the first and is prompted by the observation that the aforementioned account-opening process detracts from the credibility of the idea that an account being opened for an investor who has traded at the displayed price simply to ensure the settlement of the trade, and being closed immediately afterwards. It is much more likely that investors who may be interested in the quotes displayed by a particular systematic internaliser would ask to open an account, on which their trades would then be recorded in due course.

Accordingly, since systematic internalisers are able to restrict access to their quotes solely to retail clients or to professional clients, we feel CESR should acknowledge that retail investors are unlikely to open accounts with different systematic internalisers simply so that, if need be, they can take advantage of their prices. In our opinion, there is no point reserving prices for retail investors unless an intermediary acting on their behalf, who in practice is an eligible counterparty, is able to open accounts with systematic internalisers and use them to settle the transactions it effects with those internalisers in its capacity as agent for its retail clients.

It is extremely important that CESR should give its opinion on this matter and specify how this mechanism would work.

➤ ***Price(s) reflecting market conditions***

Question 10.4: *Do you agree with the proposed general criteria for determining when a price or prices reflect market conditions or do you think that more specific criteria should be added? In the latter case, which criteria do you think should be added?*

121. In AFEI's view, this is an important but difficult point. Simply noting that "*a price or prices reflect prevailing market conditions when the price or prices are close to comparable quotes on other relevant markets*" is a necessary but insufficient condition. Internalisers must also be required to adjust their quotes regularly in the light of market conditions.

We endorse the view that "*While it would not be reasonable to impose a minimum time limit to price updating, a firm should not update its quotes in a capricious or discriminatory manner*". This should be reflected in CESR's Draft Level 2 advice.

122. On this point, AFEI notes that, in an order-driven context, the market price is a gross price, to which is added the intermediary's commission, reflecting not only its value-added but also its system-related expenses. However, the prices supplied by a systematic internaliser are often net prices, which include that commission.

To avoid ambiguity, we urge CESR to take this special situation into account when preparing its advice for the European Commission.

Question 10.5: *Do you prefer either of the criteria defining exceptional market conditions, and should those criteria be supplemented by an open list of exceptional market conditions?*

123. The general criteria seem adequate. It would be illogical to itemise – even on an open list – the conditions in which systematic internalisers can cease publishing quotes, if nothing is done to stipulate when and how regulated markets and MTFs can suspend trading.

In this respect, AFEI would like to see these conditions harmonised. The significant rule differences that currently exist on Europe's regulated markets alone are bound to raise problems as regards MiFID, where multi-listing is likely to become increasingly widespread, particularly in connection with best execution policies.

Question 10.6: *Are there exceptional market circumstances where a systematic internaliser should be able to withdraw its quotes even though a trading suspension has not been called by the regulated market. In the latter case, which market conditions should be added to an open list?*

124. Situations may arise – for example, an IT outage – in which a systematic internaliser is unable to display quotes even though the regulated markets are open. That said, such situations are hard to foresee. Where a systematic internaliser stops displaying quotes, it must explain its reasons to the regulator.

Question 10.7: *Do you agree that the proposed approach to the updating of quotes is acceptable or would you prefer more specific criteria? In the latter case, which criteria could be added?*

125. AFEI considers that the general approach put forward by CESR is the right one.

5) Handling of client orders and executing the orders

➤ Execution of orders in sizes which are not contiguous to the quotes published

Question 11.1: *Do consultees agree that it is unnecessary for CESR to provide additional advice in respect of the handling of client orders where a systematic internaliser publishes multiple quotes?*

126. AFEI agrees with CESR's approach.

➤ Limitation of risk exposure

Question 11.2.: *Would there be any benefit to CESR making more detailed recommendations concerning how a firm should set the number and/or volume of orders that represents the norm? If so, what form should they take?*

127. AFEI agrees with CESR's proposal to allow firms to implement and document their own internal procedures. In our view, this is the only valid approach.

➤ **Transactions in several securities**

Question 11.3: *Do consultees agree with the definition of a transaction where execution in several securities is part of one transaction? In particular, is there a need to specify a minimum number of securities and if so, what should the number be?*

128. AFEI agrees with CESR that this category should include any *"transaction which involves 10 or more securities grouped together into a basket and traded as a single lot against a specific reference price"*.

➤ **Orders subject to conditions other than current market price**

Question 11.4.: *Do consultees agree with the approach to "orders subject to conditions other than current market price"?*

129. AFEI notes that CESR has adopted a broad-based approach by suggesting that this concept *"shall refer to all orders other than those containing a simple instruction to buy or sell immediately at the best available price (i.e. a market or equivalent order) or at a specified price as soon as the market price permits (i.e. a limit order or equivalent)"*. In our view, this will limit the scope of these arrangements.

➤ **The size customarily undertaken by a retail investor**

130. In AFEI's view, this is not really a major issue, since the only effect of this measure is to prohibit price improvement for professional clients wishing to do trades that do not exceed customary retail size. Even if this size is set at a high level, say €15,000, it would be extremely small in comparison with the average orders placed by professional clients.



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

SECOND MANDAT DE CESR

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 21 octobre 2004 un deuxième tour de consultation dont le terme est fixé au 21 janvier 2005.

L'Association Française des Entreprises d'Investissement, qui continue à suivre avec attention les travaux ainsi menés par CESR, souhaite faire valoir les observations rassemblées ci-dessous. Dans ce cadre, l'AFEI estime tout à fait nécessaire d'attirer l'attention de CESR sur celles qui concernent l'internalisation systématique qu'elle considère tout à fait centrales par rapport à l'enjeu de l'efficience des marchés (cf. infra n° 78 et s.) avec une importance toute particulière attachée à la question de la transparence de marché (cf. infra n° 100 et s.) : alors en effet que la transparence de marché a toujours été présentée par la Commission européenne, avec la concurrence des systèmes de négociation et la *best execution*, comme l'un des gardes fous de l'efficience du marché, l'AFEI estime que les orientations actuelles de CESR sont extrêmement préoccupantes pour le maintien de cette efficience.

SOMMAIRE

I.	DEFINITION OF "INVESTMENT ADVICE" (Art. 4.1., p. 8 to 16)	2
II.	LIST OF FINANCIAL INSTRUMENTS (art. 4 - Ann. 1 sect. C, p. 17 to 37).....	4
A.	Observations générales	4
B.	Observations par rapport au document de consultation de CESR	10
B.1.	Definition of commodity	10
B.2.	Commercial purpose and characteristics of other derivatives financial instruments.....	12
B.3.	Definition of climatic variables, freight rates, emission allowances, inflation rates and official economic statistics	14
B.4.	Other categories of assets, rights, obligations, indices and measures.....	14
III.	GENERAL OBLIGATION TO ACT FAIRLY, HONESTLY AND PROFESSIONALLY AND IN ACCORDANCE WITH THE BEST INTERESTS OF THE CLIENT (Art. 19.1., p. 38 to 39)	14
IV.	SUITABILITY TEST (Art. 19.4., p. 40 to 44)	15
V.	APPROPRIATENESS TEST (Art. 19.5., p. 45 to 47)	17
VI.	EXECUTION ONLY (Art. 19 § 6, p. 48 to 52)	17
VII.	TRANSACTIONS EXECUTED WITH ELIGIBLE COUNTERPARTIES (Art. 24, p. 53 to 57)	19
VIII.	DISPLAY OF CLIENT LIMIT ORDERS (Art. 22.2., p. 58 to 60)	20
IX.	PRE-TRADE TRANSPARENCY – SYSTEMATIC INTERNALISERS (Art. 4 and 27, p. 61 to 84)	22
1)	Definition of Systematic Internaliser (art. 4.1.7.)	22
2)	Scope of the rule (article 27.1.)	25

3)	The determination of the Standard Market Size / Classes of shares (art. 27.1. and 27.2.).....	27
4)	Obligations of the Systematic Internaliser	32
5)	Handling of client orders and executing the orders	35

I. **DEFINITION OF “INVESTMENT ADVICE” (Art. 4.1., p. 8 to 16)**

➤ **Observations générales**

2. L'AFEI reste perplexe sur l'ampleur des développements consacrés à la question du conseil en investissement par rapport à l'enjeu qu'elle représente, notamment quand elle compare ces développements à ceux qui traitent de la mise en œuvre de l'article 19-1 (cf. infra n° 50 et s.) ...

Il s'agit en effet d'identifier les personnes qui, exerçant cette seule activité à l'exclusion d'autres services d'investissement, doivent, à défaut de bénéficier d'une des exemptions de la directive (*Directive MIF, art. 2.1.j et 3-1*), le faire sous couvert d'un statut d'entreprise d'investissement bénéficiant de certaines disposition spécifiques (*Directive MIF, art. 5-5, 12*). En revanche, pour les autres entreprises d'investissement le fait d'identifier juridiquement une prestation de conseil en investissement, qui était déjà rendue, ne modifie en rien leur situation ... A moins toutefois, mais l'AFEI serait alors particulièrement intéressée à connaître l'analyse de CESR, que des conséquences fondamentalement différentes, malgré de fortes similitudes de rédaction, soient attachées au fait d'être placé sous le régime du paragraphe 4 de l'article 19 plutôt que sous celui de son paragraphe 5...

➤ **Recommendation**

Question 1.1: *Do you agree that advice on services, such as recommendation to use a particular broker, fund manager or custodian, should not be covered?*

3. L'AFEI souscrit à l'analyse menée par CESR. Elle estime que la notion de conseil en investissement doit être restreinte aux conseils ayant directement pour objet la réalisation ou la non réalisation d'un investissement financier. Cela 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.

Au surplus, l'AFEI estime que cette analyse s'impose d'elle-même compte tenu de la définition que donne la directive des termes « conseil en investissement » : l'utilisation des termes "*in respect of one or more transactions relating to financial instruments*" ne permet pas de retenir une autre interprétation.

➤ **Personal**

Question 1.2: *Do you agree with the approach that a personal recommendation has to be held out as being suited to, or based on a consideration of, the client's personal situation or do you consider this criterion to be unnecessary or ambiguous and would like to refer to the bilateral nature of the relationships and bilateral contacts between the firm and its clients? In the latter case which criteria would you use to differentiate between a “personal recommendation” and a “general recommendation” or a “marketing communication”?*

4. L'AFEI considère qu'il ne peut y avoir d'autre approche que celle fondée sur la situation particulière et personnelle du client (*personal situation*). Elle considère que la question ainsi posée par CESR crée une ambiguïté forte par rapport aux dispositions de l'article 19-4 de la directive. Il lui paraît donc nécessaire que CESR clarifie sa position sur ce point.

5. Pour différencier la recommandation individuelle de la recommandation générale ou de la communication marketing, l'AFEI estime nécessaire de prendre en considération les éléments par rapports auxquels ont été émis 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.

L'entreprise d'investissement, qui adresse à l'ensemble de sa clientèle un avis pour souscrire à une émission de titres au placement de laquelle elle participe, n'exerce pas une activité de conseil en investissement. L'entreprise d'investissement qui adresse à des clients, sélectionnés en fonction de différents critères, un avis pour souscrire la même émission, qu'elle participe à son placement ou non, exerce une activité de conseil en investissement.

En tout état de cause, l'AFEI considère que cette problématique a une portée réduite. En quoi est-elle pertinente pour appréhender des personnes qui exerceraient une activité de conseil en investissement en dehors d'un statut d'entreprise d'investissement ? Sur quel business model pérenne, ces personnes pourraient développer une clientèle en réalisant des opérations marketing plutôt qu'en donnant des recommandations personnalisées ... ? Et pour les autres entreprises d'investissement, en quoi se trouver dans le champ du paragraphe 4 plutôt que du paragraphe 5 de l'article 19 va fondamentalement changer la nature des diligences qu'elles doivent accomplir ... ?

6. De manière plus générale, l'AFEI regrette que CESR n'ait pas examiné la question du champ respectif du conseil en investissement et de l'analyse financière. Au regard de la directive Abus de marché qui fait entrer dans le champ de l'analyse financière les personnes qui la diffuse et qui utilise elle aussi le terme "*recommendation*", diverses questions d'articulation se posent en effet.

L'AFEI souhaiterait donc que CESR approfondisse la question de la frontière entre conseil en investissement et analyse financière.

➤ ***One or more transactions relating to financial instruments***

Question 1.3: *Do you think it is reasonable to restrict "investment advice" to recommendations of specific financial instruments or is it necessary to cover generic information including financial planning and asset allocation services for financial instruments?*

7. L'AFEI est surprise par l'analyse faite par CESR sur cette question. S'agissant des personnes qui recourent à ce type de services, il leur appartient de déterminer le niveau de protection qu'elles désirent en choisissant de s'adresser ou non à des personnes qui, comme les entreprises d'investissement, sont tenues de par leur statut de leur apporter un certain niveau de protection ...

Dans ce cadre, il serait intéressant que CESR fournisse une analyse économique de ce secteur non régulé en termes de nombre de personnes fournissant ce type de services, de poids économique, de nature de clientèles, de type de problèmes rencontrés ...

8. L'AFEI estime en tout état de cause qu'au regard de l'article 4 de la directive MIF qui fixe la définition du conseil en investissement, la seule réponse juridiquement envisageable consiste à considérer que le conseil en investissement couvre la fourniture de recommandations portant sur des instruments financiers bien déterminés.

➤ **Draft level 2 advice**

9. L'AFEI estime nécessaire que le terme [*specific*] soit retenu. Elle n'est pas favorable à l'adjonction de [*or is made in bilateral communication or relationship*].

II. LIST OF FINANCIAL INSTRUMENTS (art. 4 - Ann. 1 sect. C, p. 17 to 37)

10. L'AFEI a examiné avec beaucoup d'attention et d'intérêt les analyses et propositions formulées par CESR sur la question difficile des produits dérivés et sur les conditions dans lesquelles ceux qui ne sont pas traditionnellement considérés comme des instruments financiers doivent ou non être incorporés dans cette catégorie au sens de la directive MIF.

Au terme de cet examen, l'AFEI souhaite formuler quelques commentaires qu'elle espère de nature à enrichir de façon constructive le débat.

A. Observations générales

11. Bien que cela soit la conséquence directe de la structure même de la directive MIF et de la forme des mandats délivrés par la Commission européenne, l'AFEI observe que l'approche suivie par CESR soulève de nombreuses interrogations, dont certaines sont d'ailleurs clairement identifiées dans son document de consultation. Face à ces interrogations, les voies de solution qui y sont envisagées n'apparaissent pas toujours complètement satisfaisantes, soit qu'elles prennent en compte de façon incomplète la problématique, soit qu'elles fassent naître de nouvelles interrogations.

Dans ce contexte, l'AFEI soumet à la discussion une approche alternative qui lui semble plus à même de répondre aux enjeux qui, au travers des points mis en discussion dans les pages 17 à 37 de son document de consultation, doivent être traités par CESR.

➤ **Les enjeux de l'incorporation dans la liste des instruments financiers**

12. Pour l'AFEI, l'incorporation dans la liste des instruments financiers d'un certain nombre de produits qui, traditionnellement, ne sont pas considérés comme tels, poursuit trois grands objectifs en fonction desquels il est fondamental d'organiser le dispositif d'ensemble.

Le premier est de fournir aux investisseurs un certain nombre de garanties susceptibles de susciter la confiance sans laquelle les marchés financiers ne sauraient fonctionner. Ces garanties s'expriment en termes de règles de conduite et d'organisation que doivent respecter les professionnels qui interviennent dans les opérations sur ces produits, en termes d'informations disponibles sur lesdits produits, en termes d'intégrité des marchés

Le deuxième objectif, directement complémentaire du premier, est d'assurer un « *level playing field* » entre les professionnels qui interviennent sur ces produits. Le maintien d'une concurrence saine et équilibrée à l'échelon européen entre les acteurs suppose en effet que les personnes qui exercent les mêmes activités dans les mêmes conditions soient soumises à des règles semblables.

Le troisième et dernier objectif est de garantir la stabilité du système financier et de prévenir la survenance de risques systémiques.

13. Le classement d'un produit dans la catégorie des instruments financiers est de ce point de vue un acte essentiel (même s'il n'est pas suffisant, voir sur ce point infra n° 23 et s.) pour déclencher l'application des différents textes qui, au niveau européen, ont pour objet de mettre en œuvre un cadre harmonisé sur ces différents aspects : directives MIF, CAD, Systèmes de garanties, Prospectus, Transparence, Abus de marché, Collatéral ...

Toute la question est donc de déterminer précisément les produits pour lesquels il est souhaitable, sinon impératif, d'appliquer ce dispositif d'ensemble.

14. Dans ce contexte, l'un des soucis des autorités de régulation doit être de retenir une approche cohérente par rapport à celle retenue pour les autres grandes classes d'instruments financiers que sont les titres de capital, les titres de créance et les dérivés fondés sur de tels titres. Cette recherche de cohérence incite plus notamment à éviter la mise en place de schémas dérogatoires qui ne seraient pas fondés sur des raisons précisément argumentées.

Alors qu'il semble qu'un certain nombre d'acteurs traitant des produits qui pourraient être incorporés dans la catégorie des instruments financiers ait exprimé des craintes quant à cette incorporation, l'AFEI regrette particulièrement que le document de CESR ne décrive pas le raisonnement sur lequel sont appuyées ces craintes. Une telle description aurait en effet été tout à fait utile pour déceler les voies de solution envisageables (sur cette question, cf. aussi infra n° 25).

➤ ***Quels produits faire entrer dans la catégorie des instruments financiers ?***

15. L'identification en tant qu'instrument financier de certains produits n'est pas toujours une tâche aisée. Le souci du secteur financier d'apporter des réponses aux besoins de plus en plus complexes du secteur industriel et commerçant, a conduit au cours des dernières années à l'émergence de nouveaux produits auxquels personne n'aurait sans doute osé penser quelques temps plus tôt ... Qui, il y a dix ans, pouvait prévoir le développement d'un marché des bandes passantes de télécommunication ... ?

Il est plus que probable que ce mouvement se poursuive, voire s'accroisse, et que demain verra émerger des produits encore inimaginés aujourd'hui. C'est pourquoi, l'AFEI considère tout à fait impératif de proposer une définition qui soit en mesure d'accommoder ces évolutions futures, sans perpétuelle remise en cause. Les acteurs ont en effet besoin d'une certaine prévisibilité qui leur permette de déterminer *a priori* dans quelle catégorie s'inscrira tel ou tel nouveau produit, pour pouvoir en déduire par avance les conséquences qui en résultent.

16. Cette identification claire et précise des produits qui doivent être considérés comme des instruments financiers est d'autant plus nécessaire que le marché des commodities connaît, à l'instar des marchés dérivés, un développement soutenu. Comme le montre le tableau ci-dessous, cette croissance est d'ailleurs particulièrement forte en dehors des Etats-Unis, et plus spécifiquement en Europe.

VOLUME DE PRODUITS DERIVES TRAITES DANS LE MONDE								
	2003			2002			2001	
	Volume	% of total	% Y vs Y-1	Volume	% of total	% Y vs Y-1	Volume	% of total
Taux	1 881,27	23,19%	27,25%	1 478,44	23,78%	19,85%	1 233,56	28,11%
USA	678,30	36,06%	17,11%	579,21	39,18%	23,58%	468,71	38,00%
Hors USA	1 202,97	63,94%	33,78%	899,23	60,82%	17,57%	764,85	62,00%
Actions et Indices	5 519,39	68,03%	33,13%	4 145,88	66,68%	54,86%	2 677,16	61,02%
USA	1 212,19	21,96%	20,33%	1 007,42	24,30%	12,85%	892,69	33,34%
Hors USA	4 307,20	78,04%	37,24%	3 138,47	75,70%	75,88%	1 784,47	66,66%
Commodities	633,56	7,81%	19,18%	531,59	8,55%	27,91%	415,59	9,47%
USA	245,27	38,71%	5,97%	231,46	43,54%	20,38%	192,28	46,27%
Hors USA	388,29	61,29%	29,37%	300,13	56,46%	34,41%	223,30	53,73%
Changes	77,85	0,96%	28,55%	60,56	0,97%	0,08%	60,51	1,38%
USA	36,10	46,37%	38,47%	26,07	43,05%	7,77%	24,19	39,98%
Hors USA	41,74	53,62%	21,02%	34,49	56,95%	10,58%	31,19	51,55%
Divers	0,66	0,01%	-17,50%	0,80	0,01%	0,00%	0,80	0,02%
USA	0,66	100,00%	-9,59%	0,73	91,25%	-2,67%	0,75	93,75%
Hors USA	0,00	0,00%	-100,00%	0,07	8,75%	NA	0,00	0,00%
TOTAL	8 112,73	100,00%	30,49%	6 217,27	100,00%	41,70%	4 387,62	100,00%
USA	2 172,52	26,78%	17,76%	1 844,89	29,67%	16,87%	1 578,62	35,98%
Hors USA	5 940,20	73,22%	35,86%	4 372,39	70,33%	55,94%	2 803,81	63,90%

Source FIA Washington

17. L'AFEI soutient ainsi le choix d'une définition générique des produits dérivés qui, bien que traditionnellement considérés comme n'étant pas des instruments financiers, doivent désormais être traités comme tels. Au regard des objectifs qui sont poursuivis dans cette appréhension de nouveaux produits financiers, l'AFEI estime que le caractère financier d'un produit est suffisamment révélé par la constatation que, soit il est traité sur un marché financier (marché réglementé ou MTF), soit il prévoit une possibilité de règlement monétaire à l'initiative de l'une ou l'autre partie.

L'AFEI propose en conséquence que cette définition s'articule autour des éléments suivants :

- (f.) Le sous-jacent du produit considéré n'est pas lui-même un instrument financier.
- (g.) Le prix d'exercice du produit est fixé par rapport à l'évolution du prix du sous-jacent ou par rapport à un événement affectant le sous-jacent.
- (h.) Le produit est négocié sur un marché réglementé ou un MTF au sens de la directive MIF, c'est-à-dire sur une plate-forme de négociation qui traite par ailleurs des instruments financiers au sens strict du terme (*a contrario*, la constatation qu'un ou plusieurs produits de cette sorte sont négociés sur une plate-forme qui ne traiterait aucun autre instrument financier n'est pas suffisante).
- (i.) L'exercice du produit donne lieu à un règlement uniquement monétaire ou peut donner lieu à un tel règlement au choix de l'une ou l'autre des parties, c'est-à-dire autrement qu'en cas de défaillance ou d'autres incidents provoquant la résiliation.
- (j.) Les conditions (c.) et (d.) sont des conditions alternatives.

Dans cette définition, les conditions (c.) et (d.) sont tout à fait centrales. La première conduit à assimiler naturellement à des instruments financiers les produits cotés sur des systèmes de négociation d'instruments financiers. La seconde conduit à traiter comme des instruments financiers tous les produits

dont l'exercice ouvre la possibilité d'un règlement uniquement monétaire, cette possibilité de choix constituant, au regard des objectifs précédemment rappelés (cf. supra n° 12), une caractéristique fondamentale qui justifie pleinement l'assimilation.

18. L'AFEI est bien consciente que cette proposition n'est pas novatrice puisqu'elle ne fait que combiner certains éléments visés aux paragraphes (5), (6), (7) et (10) de l'Annexe 1-C de la directive MIF et qu'elle s'inspire en outre largement de la proposition formulée par CESR en ce qui concerne les caractéristiques "*of other derivative financial instruments*". L'AFEI est également consciente que cette proposition n'est pas de nature à totalement résoudre une question difficile. Elle estime toutefois qu'orienter la discussion autour des axes ainsi proposés doit permettre d'identifier plus précisément les problématiques à traiter. A ce stade, elle en relève plus particulièrement deux.

En ce qui concerne la condition (a.), faut-il aussi exclure les sous-jacents constitués par de la monnaie ? L'AFEI s'estime non compétente pour répondre à cette question.

En ce qui concerne la condition (b.), la notion d'événement affectant le sous-jacent ouvre un champ très large de nature notamment à appréhender l'industrie du jeu et du pari ... Quelle différence faire en effet entre le dérivé climatique, fondé sur une prévision moyenne de température en un lieu donné pendant une période donnée, et une grille de Loto, fondée sur l'observation que les chiffres choisis par le parieur / souscripteur sont ou non les mêmes que ceux qui résultent du tirage au sort ? A l'évidence, une réflexion complémentaire est nécessaire sur ce point, en liaison toutefois avec l'observation que le seul classement dans la catégorie des instruments financiers n'est pas suffisant pour déclencher l'ensemble des obligations déterminées par le cadre européen précédemment rappelé (cf. supra n° 12 et s.). Sur cette question, voir aussi infra n° 23 et s.

19. Dans ce cadre général, l'AFEI souligne que si CESR ne retenait pas le principe d'une définition générique comme elle propose, elle estimerait alors nécessaire que CESR puisse tenir à jour une liste de l'ensemble des produits qui ont vocation à entrer dans les différentes catégories de la directive. Il y a en effet un enjeu fort à assurer que les mêmes produits ne puissent être considérés différemment dans les différents Etats membres européens ...

➤ **Donner à la notion de commodity le champ le plus large**

20. L'approche de la directive conduit à créer une distinction entre commodities au sens strict, c'est-à-dire les instruments visés aux paragraphes (5), (6) et (7) de l'Annexe 1-C, et les « autres instruments » visés au paragraphe (10) de cette même annexe qui, s'ils s'appuient sur une notion de règlement obligatoire ou potentiel en espèces, peuvent néanmoins être entendus de façon extrêmement large.

Ce paragraphe (10) est en effet destiné à appréhender « *tous autres contrats dérivés concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures non mentionnés par ailleurs dans la présente section C, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers dérivés en tenant compte de ce que, notamment, ils sont négociés sur un marché réglementé ou un MTF, sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'organismes de compensation reconnus ou font l'objet d'appels de marge réguliers* ».

21. Du point de vue l'AFEI, cette dernière formulation comporte le grave inconvénient d'affaiblir très fortement l'intérêt des définitions précises données par ailleurs : c'est en effet la possibilité de « rattraper » ici tous les produits qui n'auraient pas été pris en compte autrement. A cet égard, l'AFEI observe plus notamment que la proposition de CESR concernant son avis de niveau 2 laisse place à une marge d'interprétation non négligeable.

CESR propose en effet de considérer que *"a derivative relating to a "specified other underlying" will have the characteristics of other derivative financial instruments if (...) it (...) is not a contract for a commercial purpose and has the characteristics of other financial instruments, where both such concepts are interpreted in the same way as for section C(7), with the necessary modifications in the case of an intangible underlying, to reflect the fact that settlement may involve a different mechanism to delivery (such as the assignment or novation of a contract or the amendment of a register)".* CESR précise en outre que *"For these purposes "specified other underlying" means those types of property, rights or obligations considered in the advice under paragraphs 3.1(4) and (5) above, that is climatic variables, freight rates, emission allowances, inflation rates and other official economic statistics, as well as telecommunications bandwidth, commodity storage capacity and transmission capacity, renewable energy credits [and underlyings satisfying the criteria specified in paragraphs 5(a) to (d) of the advice under mandate 3.1(5)".*

22. C'est pourquoi l'AFEI est favorable à ce que CESR propose une définition des commodities très large de nature à englober tous les types de produits qui doivent être considérés comme des instruments financiers.

L'AFEI propose donc que CESR donne une définition des commodities ayant la nature d'instrument financier articulée autour des éléments qu'elle a réunis plus haut (cf. supra n° 17).

➤ ***Reconnaître aux commodities la nature d'instrument financier n'emporte pas application automatique de l'ensemble des obligations résultant du dispositif européen***

23. L'AFEI comprend que, dans la discussion sur les conditions d'incorporation dans la catégorie des instruments financiers de produits dérivés traditionnellement considérés comme n'en ressortant pas, l'un des points de focalisation a trait au poids des obligations qui y seraient attachées. Ce poids apparaît en effet à certains de nature à étouffer la vitalité d'un secteur économique en plein développement et répondant à des besoins avérés de l'économie productive ...

L'AFEI est naturellement attentive à cette problématique qu'elle estime d'ailleurs s'appliquer avec la même force au domaine général des activités de marchés financiers : le constant renforcement des obligations qui pèsent sur les acteurs de ces activités constitue en effet une des ses préoccupations récurrentes. De ce point de vue, l'AFEI se demande toutefois en quoi, par rapport aux objectifs qu'elle a déjà soulignés (cf. supra n° 12 et s.), le secteur des « commodities » tel que défini (cf. supra n° 22) serait doté d'une spécificité telle que les dérogations et exclusions d'ores et déjà prévues dans le dispositif européen ne seraient pas de nature à répondre de façon satisfaisante au souci exprimé par les acteurs de ces activités.

24. L'AFEI considère qu'il appartient à CESR de mener une étude approfondie en la matière : c'est seulement par rapport à des difficultés précisément identifiées qu'il sera en effet possible de chercher les voies de réponse appropriées. De la première analyse qu'elle a menée, l'AFEI estime toutefois utile de mettre en exergue les éléments suivants.

Tout d'abord, un certain nombre d'obligations ne résulte pas de la qualification d'instrument financier mais de celle d'entreprise d'investissement. Or, cette qualification n'est pas retenue du seul fait qu'une personne réalise des opérations sur instruments financiers. Ainsi, la directive MIF, non seulement détermine un champ restreint à la notion de négociation pour compte propre, mais également prévoit des exemptions qui paraissent de nature à satisfaire un nombre important des inquiétudes exprimées. En la matière, les paragraphes b), d), i), k), et l) de l'article 2-1 de la directive MIF paraissent plus

particulièrement devoir être pris en considération. Ils ont notamment pour conséquence que les obligations en termes de règles de conduite, de règles organisationnelles ou de règles prudentielles applicables aux entreprises d'investissement en vertu par exemple des directives MIF, Systèmes d'indemnisation ou CAD ne sont pas applicables dans un grand nombre des situations qui paraissent préoccuper les acteurs qui interviennent sur ces produits ...

Ensuite s'agissant d'autres textes, plusieurs points peuvent schématiquement être relevés. La directive Prospectus ne s'applique qu'aux offres de valeurs mobilières, ce qui ne comprend pas les « commodities » tel qu'il est prévu de les définir. La directive Transparence ne s'applique qu'aux instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé. La directive Abus de marché ne s'applique elle aussi qu'aux instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé et, pour certaines de ces dispositions, aux instruments financiers dont le sous-jacent est constitué par un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé.

25. Plusieurs exemples doivent permettre de préciser le raisonnement ainsi mené.

Tout d'abord, l'agriculteur qui souscrit un dérivé pour se prémunir contre une évolution défavorable du prix du blé ou contre des conditions climatiques peu propices à son activité n'est pas, à l'instar de n'importe quel investisseur sur les marchés financiers, contraint de prendre un statut d'entreprise d'investissement. La personne qui lui propose ce dérivé, qu'elle soit elle-même un agriculteur ayant des anticipations différentes ou un « professionnel » qui fait métier de proposer de tels produits, n'est pas non plus de ce seul fait tenu à prendre un statut d'entreprise d'investissement. Des investisseurs peuvent directement s'échanger entre eux des instruments financiers sans l'entremise d'une entreprise d'investissement. Un professionnel négociant uniquement pour compte propre, sans fournir d'autres services d'investissement, ni être teneur de marché ou internalisateur systématique (notion qui au demeurant n'emporte aucune conséquence s'agissant des personnes qui « internaliserait » des « commodities »), n'est pas non plus tenu de prendre un statut d'entreprise d'investissement.

La même analyse, mais sans doute à une échelle différente, s'applique à la société pétrolière qui cherche à se prémunir contre une évolution défavorable du cours du pétrole ou contre une éventuelle indisponibilité des tankers lui permettant d'assurer son approvisionnement. Cette analyse s'applique encore si la société pétrolière constitue une filiale qui, pour son compte, est chargée de monter / réaliser ces opérations de couverture (*Directive MIF, art. 2-1, b*).

Par ailleurs, il convient de souligner que l'analyse est toujours valable si les mêmes personnes réalisent les mêmes opérations, non dans un but uniquement de couverture tel que décrit, mais dans un but de pure spéculation. Le constructeur automobile qui, pour autant que le lui permet son objet social, « joue » sur l'évolution à terme du prix de la crevette rose n'a pas besoin de prendre un statut d'entreprise d'investissement pour ce faire ...

26. Pour l'AFEI, ces différents éléments minorent fortement, s'ils ne font totalement disparaître, les éventuelles difficultés liées à la classification en tant qu'instrument financier d'un certain nombre de produits. En tout état de cause, si des préoccupations particulières demeurent, il est nécessaire de les identifier et de préciser en quoi elles justifieraient l'application d'un traitement spécifique pour les acteurs intervenant sur les commodities par rapport aux acteurs agissant sur les autres catégories d'instruments financiers ...

En la matière, l'AFEI regrette que CESR, au-delà de la stricte lecture de la directive et des mandats délivrés par la Commission européenne, n'ait pas choisi une approche qui permette d'envisager d'abord la problématique dans une perspective de principe avant de descendre ultérieurement dans l'analyse de difficultés précisément identifiées. L'AFEI estime donc absolument indispensable que CESR

approfondisse son analyse en clarifiant les éventuelles préoccupations qui ne pourraient être prises en compte par le dispositif MIF existant.

B. Observations par rapport au document de consultation de CESR

27. Compte tenu des remarques formulées précédemment, l'AFEI n'estime pas utile de commenter en détail les éléments contenus dans le document de consultation de CESR. Elle souhaite toutefois formuler des observations sur les aspects particuliers suivants.

➤ **Scope of CESR's advice**

28. CESR observe plus particulièrement que *"its consideration of this mandate has been limited to the context of the Directive. In particular, the draft advice on the definition of a "commodity" is valid only for the Directive and is not intended, without further explicit consideration, to affect the various definitions of "commodity" in national and other legislation for other purposes"*.

29. A cet égard, l'AFEI souhaite souligner que, si d'un strict point de vue juridique, cette limitation du champ de l'avis de CESR ne peut faire de doute, elle apparaît en revanche plus difficile à mettre en œuvre d'un point de vue opérationnel. La nécessaire cohérence des cadres juridiques ne permet pas d'employer aisément des concepts identiques pour couvrir simultanément des réalités juridiques différentes ...

De ce point de vue, l'exemple pris par CESR pour préciser les conséquences de cette analyse apparaît particulièrement peu approprié. Sous le bénéfice de l'observation selon laquelle ne peuvent en tout état de cause être concernés que les « commodities » admis aux négociations sur un marché réglementé, l'AFEI considérerait tout à fait dommageable que la définition des « commodities » au titre de la directive MIF ne recouvre pas celle prévue au titre de la directive Abus de marché ... Si tel était le cas, la compréhension du cadre juridique applicable aux activités de marchés financiers, et partant la confiance des investisseurs, pourraient en être gravement affectées. L'AFEI estime tout à fait nécessaire que ce point particulier soit clarifié lors des travaux ultérieurs.

30. De manière générale, l'AFEI estime que CESR doit chercher à fonder une définition des « commodities » ayant vocation à s'appliquer uniformément en Europe, et non seulement limitée au champ d'application de la directive MIF.

B.1. Definition of commodity

➤ **General approach**

31. L'AFEI soutient l'approche de CESR de proposer au niveau 2 une définition du terme « commodity » qui *"will assist in achieving a common interpretation of the scope of the Directive among Member States"*. Elle considère cet objectif comme tout à fait primordial pour réaliser l'harmonisation européenne recherchée au travers de la directive MIF.

Sous la réserve qu'elle a précédemment exprimée (cf. supra n° 19), l'AFEI soutient également le choix de CESR de ne pas proposer de liste exhaustive des instruments entrant dans le champ des « commodities » au sens de la directive. Elle estime en effet que, compte tenu de la vitalité et de l'innovation qui caractérise le secteur des « commodities » depuis quelques années, toute liste de ce type serait rapidement dépourvue de signification.

32. Comme elle l'a indiqué précédemment (cf. supra n° 20 et s), l'AFEI estime en ce sens que le terme « commodity » doit être défini dans un sens aussi large que possible pour que les nombreuses évolutions à venir puissent être accommodées sans heurt.

➤ ***Fungibility***

33. L'AFEI partage l'opinion exprimé par CESR lorsqu'il indique que "*it is not relevant whether a particular commodity derivative is fungible with other commodity derivatives*".

Au-delà de l'argumentation relevée par CESR, elle observe que cette question de la fongibilité ou de la non fongibilité n'a jamais servi de discriminant pour caractériser les autres instruments financiers, et notamment les produits dérivés OTC qui, très souvent, sont des produits uniques, fabriqués pour répondre au besoin très spécifique d'un investisseur.

➤ ***The treatment of intangibles***

34. L'AFEI comprend la discussion née de la question difficile du traitement des intangibles, notamment au regard de l'articulation formelle de la directive qui établit une distinction entre commodities au sens strict, c'est-à-dire les instruments visés aux paragraphes (5), (6) et (7) de l'Annexe 1-C, et les « autres instruments » d'une nature approchante, visés au paragraphe (10) de cette même annexe. Elle estime toutefois que la seule façon d'approcher le problème est de raisonner sans chercher à déterminer si le sous-jacent d'une « commodity » est un bien tangible ou intangible.

Au regard, tant des objectifs poursuivis au travers de l'incorporation des « commodities » dans la catégorie des instruments financiers tels qu'elle les a précédemment rappelés (cf. supra n° 12), que de la vitalité et de l'innovation renforcées qui caractérisent le secteur des produits dérivés, il est au contraire nécessaire que CESR propose une définition suffisamment large pour permettre l'intégration de tous les produits poursuivant une finalité similaire à celle des produits dérivés plus « classiques », que ces produits existent ou soient seulement à créer ...

➤ ***The treatment of electricity***

35. Cette question particulière est la parfaite illustration de ce qui a été exposé précédemment (cf. supra n° 34 et s.). L'incorporation des dérivés sur électricité dans la catégorie des instruments financiers au sens de la directive MIF peut certainement se justifier par le souci de traiter globalement le secteur de l'énergie. Elle apparaît toutefois paradoxale dans une perspective où il serait estimé nécessaire de restreindre la catégorie des « commodities » aux seuls biens tangibles ...

Pour l'AFEI, cette incorporation est en tout état de cause bien plus justifiée et justifiable au regard du souci d'atteindre les objectifs qui ont été rappelés (cf. supra n° 12) ...

➤ ***The treatment of telecommunication bandwidth***

36. Au travers de cette question, sur laquelle CESR attend le résultat de sa consultation pour déterminer si ce « produit » particulier doit être considéré comme une « commodity » ou non, se trouve aussi posée la question plus générale de l'appréhension dans la catégorie des « commodities » des services comme les moyens de transport ou de stockage liés aux « pures commodities » ...

En la matière, l'AFEI considère que la réponse doit, encore une fois, être apportée par rapport à l'objectif poursuivi au travers de l'incorporation des commodities dans la catégorie des instruments financiers. Elle est donc favorable à une définition du terme commodity aussi large que possible.

➤ ***The meaning of delivery***

37. L'AFEI souscrit totalement à l'approche de CESR. Elle souligne cependant que la notion de livraison est un critère inutilement restrictif en ce qu'il n'est totalement applicable qu'aux biens ...

➤ ***Trading***

38. L'AFEI partage l'avis de CESR selon lequel il n'est pas approprié de prendre en compte l'existence d'un marché sous-jacent liquide pour caractériser un « commodity ». Elle observe, comme elle l'a déjà fait à propos du critère de fongibilité (cf. supra n° 33), qu'un tel critère n'a jamais été suggéré pour caractériser les autres produits dérivés dont le sous-jacent est un « pur » instrument financier.

➤ ***Réponses aux questions posées par CESR***

39. Compte tenu des observations ci-dessus formulées, l'AFEI apporte les réponses suivantes aux questions particulières posées par CESR :

- Question 2.1. : Non
- Question 2.2. : Oui
- Question 2.3. : Oui
- Question 2.4. : NA
- Question 2.5. : Non
- Question 2.6. : Non

➤ ***Draft level 2 advice***

40. L'AFEI propose que CESR retienne une définition large de la notion de commodity articulé autour des éléments qu'elle a précédemment énoncés (cf. supra n° 17).

B.2. Commercial purpose and characteristics of other derivatives financial instruments

➤ ***General approach***

41. L'AFEI souscrit à l'analyse formulée par CESR. Elle considère que c'est un point extrêmement important qui ne peut certainement pas être traité de façon satisfaisante en recherchant "*the business intention of the participants*".

Il n'est pas possible de déterminer si un produit spécifique appartient ou non à la catégorie des instruments financiers par l'application d'un tel critère. Une transaction peut en effet être conclue entre deux personnes qui poursuivent des objectifs différents : l'une peut ainsi être une contrepartie à vocation « financière » - entreprise d'investissement ou établissement de crédit - intervenant dans le cadre d'une opération de couverture, de spéculation ou d'arbitrage alors que l'autre est un acteur purement commercial intervenant dans le cadre de sa gestion commerciale et/ou industrielle.

➤ **Spot transactions**

42. L'AFEI n'est pas en faveur de l'approche développée au Royaume Uni qui consiste à se baser sur le test des 7 jours. Comme CESR le précise très justement, le délai marché comptant / marché à terme peut varier sensiblement d'un produit à un autre et/ou d'un marché à un autre.

De plus, l'AFEI observe qu'un tel critère peut le cas échéant conduire à une appréciation paradoxale de certaines situation de « roll over » : une position n'entrant initialement pas dans la catégorie des spot transactions du seul fait qu'elle serait « roulée » pour une période courte pourrait être considérée comme perdant sa qualification d'instrument financier ...

➤ **Third country markets**

43. L'AFEI estime que l'assimilation des *third country markets* aux marchés réglementés et MTFs au sens de la directive MIF peut induire des effets pervers. Notamment, elle peut contraindre un acteur de ces marchés à prendre un statut d'entreprise d'investissement alors qu'il n'y est pas contraint au titre de ses autres activités et que le *third country market* considéré n'exige pas un statut équivalent de la part de ses membres ...

L'enjeu est donc celui de la compétitivité des acteurs européens par rapport aux autres acteurs. Par rapport à l'objectif qui est d'apporter un certain niveau de garantie aux clients (cf. supra n° 12 et s.), la problématique mériterait toutefois d'être approfondie en recherchant notamment si une solution ne peut être trouvée dans la délivrance d'une information adaptée.

➤ **Intention to deliver**

44. Etant précisé que l'expression « intention d'aller à la livraison » doit pouvoir recouvrir tant la livraison physique d'un bien (produit agricole, métal, baril de pétrole, ...) que d'autres formes comme l'échange de certificats de propriété ou de droits, l'AFEI ne peut qu'observer que, dans de nombreuses situations, cette intention n'est pas fixe et irrévocable tout au long de la vie du produit en cause.

En tout état de cause, l'AFEI ne pense pas, au contraire de CESR, que "*In some contexts, the [intention of the parties] will be very clear from the circumstances*".

Fonder, sur l'intention à déterminer des parties, la reconnaissance de la qualité d'instrument financier est un élément de fragilisation important du dispositif auquel l'AFEI ne peut souscrire. C'est d'ailleurs l'une des raisons pour lesquelles elle a estimé nécessaire de proposer des critères purement objectifs.

➤ **Producers, users et commercial merchants**

45. L'approche qui consisterait à s'appuyer sur la qualité du donneur d'ordres selon qu'il soit de type commercial (producteur, utilisateur, ..) par opposition à un acteur de type financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement) peut fournir une indication sur la probabilité de l'intention d'aller à la livraison sans toutefois en donner une certitude.

Cette approche a toutefois l'inconvénient important d'être totalement inappropriée dans un certain nombre de situations. Ainsi, un intervenant qui serait classé naturellement comme « commercial » peut être amené à réaliser des opérations à caractère spéculatif qui seront débouclées avant l'échéance, donc sans intention d'aller à la livraison. Inversement, un acteur qui sera qualifié de « financier » pourrait avoir besoin d'aller à la livraison (particulièrement si elle a lieu sous la forme de transfert d'un certificat ou d'un

droit de propriété) dans le cadre d'opérations conclues à titre de couverture ou d'engagements contractuels avec des producteurs.

46. Compte tenu des différentes difficultés identifiées par CESR, et auxquelles elle souscrit pleinement, l'AFEI estime que tout critère fondé sur la qualité du donneur d'ordres est inapplicable.

➤ **Draft level 2 advice**

47. L'AFEI considère que les problématiques mises en évidence par CESR peuvent trouver une réponse satisfaisante au travers d'une définition large de la notion de commodity articulé autour des éléments qu'elle a précédemment énoncés (cf. supra n° 17).

B.3. Definition of climatic variables, freight rates, emission allowances, inflation rates and official economic statistics

48. L'AFEI estime que cette question est facilement traitée au travers d'une définition large de la notion de commodity articulé autour des éléments qu'elle a précédemment énoncés (cf. supra n° 17).

B.4. Other categories of assets, rights, obligations, indices and measures

49. L'AFEI estime que cette question est facilement traitée au travers d'une définition large de la notion de commodity articulé autour des éléments qu'elle a précédemment énoncés (cf. supra n° 17).

III. GENERAL OBLIGATION TO ACT FAIRLY, HONESTLY AND PROFESSIONALLY AND IN ACCORDANCE WITH THE BEST INTERESTS OF THE CLIENT (Art. 19.1., p. 38 to 39)

➤ **Observation générale**

50. L'AFEI est frappée du peu de développements, qui plus est hors de propos à son avis, consacrés à une question qui constitue la pierre angulaire des obligations des entreprises d'investissement vis-à-vis de leurs clients ...

De son point de vue, cet absence de développement doit avant tout résulter de cette caractéristique de pierre angulaire du dispositif. Le principe de l'article 19.1. est en effet un principe général, applicable à l'ensemble des activités visées par la Directive MIF, qui guide les professionnels en toutes circonstances et qui est au cœur de tout le dispositif destiné à encadrer leurs activités. En cette qualité, il n'appelle pas de déclinaison au travers du niveau 2.

➤ **Propositions de CESR**

Question 3.1: *Do you agree with the proposals on portfolio management? Should any other issues be addressed under Article 19 (1)?*

51. L'AFEI ne comprend pas le raisonnement suivi par CESR qui conduit à limiter le champ de sa proposition à la seule activité de gestion de portefeuille. Surtout qu'il semble que cette solution soit partiellement sous-tendue par la constatation que la *best execution* est de nature dans les autres

situations à répondre aux préoccupations, et que l'AFEI ne voit pas comment cette position est conciliable avec celle précédemment exprimée par CESR, et qu'elle a d'ailleurs contestée, de soumettre la gestion de portefeuille à l'obligation de *best execution* ...

52. Plus généralement, la proposition d'avis de niveau 2 de CESR soulève deux interrogations.

La première a trait aux conditions dans lesquelles il serait possible de considérer que les obligations de l'article 19-1 peuvent être suffisamment remplies au travers de la mise en œuvre d'une « stratégie » ... Il serait souhaitable que CESR apporte des précisions sur cet aspect.

La seconde interrogation a trait à l'utilisation du terme "*exclusively*" pour prévoir que les transactions initiées par le gérant de portefeuille "*must be exclusively motivated by the interests of such clients (...)*". Si la primauté de l'intérêt du client est un principe fondamental et incontournable, reconnu de tous, il n'est en revanche pas exact de considérer cet intérêt devrait être exclusif de tout autre. L'AFEI considère ainsi que le terme "*exclusively*" doit être supprimé.

IV. SUITABILITY TEST (Art. 19.4., p. 40 to 44)

➤ *Criteria for assessing the minimum level of information*

Question 4.1: *Do market participants think that adequate investment advice or portfolio management service is still possible on the basis of the assumption that the client has no knowledge and experience, the assets provided by the client are his only liquid assets and/or the financial instruments envisaged have the lowest level of risk if the client is not able to or refuses to provide any information either on his knowledge and experience, his financial situation or its investment objectives? Or would this assumption give a reasonable observer of the type of the client of potential client the impression that the recommendation is not suited to, or based on a consideration of his personal circumstances?*

53. L'AFEI ne comprend pas la problématique que CESR cherche à prendre en compte ici. Elle ne voit en effet pas comment il serait possible d'assurer une meilleure protection au client qui refuse de se plier au *suitability test* que de lui fournir le même niveau d'information que celui dû au client qui s'est révélé non compétent à l'issue du *suitability test* ...

A moins toutefois que CESR ne puisse considérer qu'en pareil cas, il est absolument impossible à une entreprise d'investissement d'offrir au client concerné un service de conseil en investissement et/ou de gestion de portefeuille. En tel cas, il conviendrait alors que CESR précise les raisons pour lesquelles cette solution ne serait pas étendue aux clients dont le *suitability test* révèle qu'ils n'ont absolument aucune compétence en matière financière ... Si le fait de fournir le maximum d'information n'est pas suffisant pour assurer la protection des clients qui refusent de se plier au *suitability test*, en quoi cela serait-il suffisant pour assurer la protection des clients sans compétence financière ... ?

➤ *Criteria for assessing the suitability*

54. L'AFEI s'interroge sur l'approche suivie par CESR en ce qu'elle assimile complètement l'activité de conseil en investissement et celle de gestion de portefeuille. L'AFEI observe en effet que ces deux activités diffèrent par le fait que l'une, le conseil en investissement, consiste à assister le client dans le choix de ses investissements, alors que l'autre la gestion de portefeuille, consiste à se substituer au client pour prendre en ses lieu et place, mais conformément à ses objectifs, les décisions d'investissement.

De ce point de vue, l'AFEI serait particulièrement intéressée que CESR précise le contexte dans lequel il remarque que *"portfolio managers generally have discretion to enter into transactions without consulting their clients"*. L'utilisation du terme *"generally"* induit en effet que des différences d'approche substantielles sur le contenu du service de gestion de portefeuille pourraient exister entre Etats membres ... Si tel était le cas, l'AFEI estimerait nécessaire que CESR fournisse une interprétation uniforme du contenu de ce service.

Cette interprétation uniforme est particulièrement nécessaire au regard de l'observation selon laquelle *"CESR is of the opinion that also in these cases, when the transaction is initiated by the client, the investment firm is obliged to check whether the financial instruments are suitable for the client unless it is clear that such transactions are to be effected outside of the scope of (...) portfolio management services, in which case Article 19(5) or (6), as applicable, will apply"*. Pour l'AFEI en effet, il ne peut y avoir de doute qu'en France toute transaction initiée par le client est nécessairement en dehors du service de gestion de portefeuille.

55. L'AFEI ne comprend pas pourquoi *"(...) portfolio managers have to observe that each decision to trade is in line with the financial instruments suitable for the client (...)"*.

Elle souligne en effet que l'une des raisons essentielles qui incitent les clients à recourir à ce type de service est souvent leur faible compétence en matière de marchés financiers. Le gestionnaire est un professionnel à même de comprendre le niveau de risque impliqué par les opérations qu'il initie : il lui appartient seulement de s'assurer que l'opération est en ligne avec les objectifs qui ont été préalablement fixés avec le client.

➤ **Draft level 2 advice**

56. L'AFEI observe que CESR emploie dans son avis les formulations de *"client"*, de *"retail client"* et de *"professional client"*. Or, compte tenu de ce qui est indiqué dans le point 2-b, et auquel l'AFEI souscrit complètement, il est nécessaire de considérer que l'avis n'est pertinent que pour les *"retail clients"*.

L'AFEI considère ainsi que l'avis gagnerait en clarté si le paragraphe 2-b était placé en introduction et si, dans la suite, les termes *"retail client"* étaient exclusivement employés.

57. Les conséquences exactes qui découlent de la formulation du point 2-a-i n'apparaissent pas clairement. Il est nécessaire que CESR clarifie son intention en la matière.

58. Dans les paragraphes 6 à 9, l'AFEI considère qu'il n'est pas possible de poser les mêmes règles pour le service de conseil en investissement et pour celui de gestion de portefeuille.

Elle estime notamment que, *"for assessing the suitability"*, l'utilisation de la notion de risque est totalement inappropriée. Comme cela a déjà été souligné (cf. supra n° 55) l'une des raisons essentielles qui incitent les clients à se faire assister ou à déléguer leur gestion à un professionnel est souvent leur faible compétence en matière de marchés financiers. Le gestionnaire n'a pas à se préoccuper du niveau de risque mais seulement de la conformité des opérations aux objectifs fixés avec le client. En ce qui concerne le conseil en investissement, n'est-ce pas justement l'un des rôles du conseiller d'alerter le client et d'éclairer son choix sur un investissement comportant un niveau de risque inhabituel mais apparaissant pertinent par rapport aux objectifs poursuivis ... ?

59. Le paragraphe 8 est totalement inapplicable à la gestion de portefeuille comme déjà relevé (cf. supra n° 55).

60. Le point 9 en ce qu'il prévoit "*where an investment firm provides investment advice to a client on the basis that it (...) acts as a portfolio manager*" est d'une ambiguïté dangereuse ... Comment l'un et l'autre service pourrait être confondu ... ?

Il est absolument nécessaire que CESR clarifie le contenu du service de gestion de portefeuille (cf. supra n° 54).

V. APPROPRIATENESS TEST (Art. 19.5., p. 45 to 47)

61. L'AFEI souscrit totalement à l'ensemble de l'analyse menée par CESR sur cette question.

Elle considérerait toutefois utile que CESR précise que la possibilité reconnue par la directive que le "*warning may be provided in a standardised format*" laisse à chaque établissement la liberté de définir le contenu de cet avertissement standardisé.

VI. EXECUTION ONLY (Art. 19 § 6, p. 48 to 52)

➤ *Non complex instruments*

Question 5.1: *In determining criteria, should CESR pay more attention to the legal categorisation or the economic effect of the financial instrument?*

62. L'AFEI souscrit à l'approche de CESR quand il considère que la définition des "*non complex instruments*" doit être suffisamment générale pour permettre d'appréhender de nouveaux produits qui pourraient être créés dans le futur.

63. L'AFEI ne partage pas l'opinion de CESR selon laquelle "*Since straight derivatives are not mentioned in Article 19(6), all derivatives have to be considered as complex instruments according to the scheme and purpose of the restrictive preconditions of Article 19(6)*". Elle observe en effet que la notion de "*other non complex instruments*" n'a de sens que s'il permet de viser d'autres instruments que ceux par ailleurs listés et que rien ne permet d'exclure par principe les produits dérivés.

L'AFEI considère que cette restriction *a priori* a d'autant moins de signification que certains dérivés, comme les warrants cotés, semblent difficilement pouvoir être qualifiés de complexes.

➤ **At the initiative of the client**

Question 5.2: *Do you think that it is reasonable to assume that a service is not provided « at the initiative of the client » if undue influence by or on behalf of the investment firm impairs the client's or the potential client's freedom of choice or is likely to significantly limit the client's or potential client's ability to make an informed decision?*

Alternatively, do you think that the consideration of this overarching principle is not necessary because the use of undue influence could be subject to the general regulation under the UCPD and that CESR should base its advice more strictly on Recital 30 or refer entirely to this Recital advising the Commission that it is not necessary to adopt Level 2 measures in this area?

64. L'AFEI observe avec intérêt que cette question est abordée par CESR uniquement sous l'angle de la protection de l'investisseur alors qu'elle considère qu'est avant tout en jeu ici la protection de l'entreprise d'investissement.

Pour celle-ci, il est en effet nécessaire de pouvoir déterminer avec certitude les situations dans lesquelles elle est effectivement en mesure de pouvoir fournir un service d'*execution only*. A défaut, et surtout s'agissant d'une activité à faibles marges, le risque est la multiplication des contentieux avec les clients avec une forte probabilité que ceux-ci soient tranchés par le juge en leur faveur, l'entreprise d'investissement ayant la difficile charge de faire la preuve que le service a été fourni à l'initiative du client ...

65. De ce point de vue, si l'AFEI comprend le raisonnement qui sous-tend le recours à la notion de "*undue influence*", elle estime que cela n'est certainement pas de nature à résoudre cette problématique. Elle partage d'ailleurs l'avis exprimé par CESR selon lequel cette notion trouvera de toutes façons à s'appliquer au travers des dispositions de la future directive UCP.

C'est pourquoi l'AFEI propose une démarche prioritairement articulée sur l'information donnée au client pour lui permettre d'apprécier les conséquences qu'emporte le recours à un service d'*execution only*. Hors les situations atypiques où une entreprise d'investissement serait en mesure de contraindre un client à souscrire un service qu'il ne désire pas, dès lors que l'information donnée au client est totalement sans ambiguïté, il ne peut alors y avoir de doute que c'est bien à son initiative que le service a été fourni ...

➤ **Content of the related warnings**

66. Compte tenu de ce qu'elle a indiqué précédemment, l'AFEI ne peut souscrire à la proposition de CESR de ne définir aucune mesure de niveau 2. Sans aller jusqu'à déterminer une rédaction précise pour cette information, ce que l'AFEI n'estime pas souhaitable dès lors que chaque établissement doit conserver une large part de responsabilité en la matière, elle considère nécessaire que CESR précise les éléments qui sont au centre de cette information.

L'AFEI tient néanmoins à souligner que si la protection et l'information du client sont essentielles, il convient de ne pas tomber dans des excès caricaturaux, au risque de traiter les investisseurs *retail* comme des incapables (au sens juridique) ...

➤ **Draft level advice**

67. Sous réserve de supprimer les termes “*non-derivative*” conformément à ce qu'elle a indiqué précédemment (cf. supra n° 63), l'AFEI souscrit à la formulation proposée par CESR en ce qui concerne la “*definition of non-complex instruments*”.

Elle propose toutefois que le a) soit modifié pour y prévoir que cette condition est présumée remplie lorsque l'instrument financier est admis aux négociations sur un marché réglementé.

68. Sur la notion de “*at the initiative of the client*”, l'AFEI propose de rédiger ainsi l'avis :

“The execution-only service shall be considered to be provided at the initiative of the client if the client has received all the information needed to assume a clear understanding of the consequences arising from the provision of this service.”

En tout état de cause, si la notion de “*undue influence*” devait être utilisée, l'AFEI estime nécessaire qu'elle soit définie au niveau 2.

VII. TRANSACTIONS EXECUTED WITH ELIGIBLE COUNTERPARTIES (Art. 24, p. 53 to 57)

➤ **Opt in / opt out regime**

69. De façon générale, l'AFEI souscrit à l'approche de CESR proposée.

Toutefois, l'AFEI estime qu'il n'y a pas d'argument pour obliger les entreprises d'investissement traitant avec d'autres entreprises d'investissement ou établissements de crédits à leur fournir une information spécifique sur leur classement en tant que contrepartie éligible. Le raisonnement selon lequel “*This transitional information requirement reflects the fact that the eligible counterparties regime will represent an innovation in most Member States*” ne peut s'appliquer à ces entités qui, par essence doivent connaître le cadre juridique dans lequel elles exercent leurs activités. Dans la mesure où elles ne souhaiteraient pas être considérées comme contreparties éligibles, il leur appartiendrait d'en informer l'entreprise d'investissement avec laquelle elles sont en relation.

En ce sens, le premier paragraphe du *draft level 2 advice* doit ainsi être modifié :

“If, before the Directive is transposed, an investment firm provided investment services to an eligible counterparty that fall within one of the categories listed in the first paragraph of Article 24(2,) but that is not an investment firm or a credit institution, it must inform that entity, before providing any services to that entity after the transposition of the Directive, that, on the basis of the information available to it, the entity is deemed to be an eligible counterparty “per se”, and will be treated as such unless both parties agree otherwise”.

➤ **Proportionate requirements**

Question 6.1: Do Market Participants agree that the quantitative thresholds for undertakings to request treatment as eligible counterparties should be the same as the thresholds for professional clients? Please provide the reasons for your position.

70. L'AFEI ne voit pas de raison objective pour que les critères quantitatifs retenus pour définir les contreparties éligibles soient différents de ceux qualifiant les clients professionnels. Comme l'a souligné CESR, il doit être en tout état de cause pris en considération que ces personnes *"will therefore only be treated as eligible counterparties if they expressly confirm that they wish to be treated as such"*.

De ce point de vue, l'AFEI ne considère pas que soit avéré le risqué selon lequel *"these entities may be encouraged to accept treatment as eligible counterparties via attractive financial conditions or other incentives, which could lead them to take risks they have not properly evaluated"*. Il est de l'intérêt évident des entreprises d'investissement de veiller à ce que ces personnes fassent un choix éclairé quant aux conséquences attachées à leur classification comme contrepartie éligible.

VIII. DISPLAY OF CLIENT LIMIT ORDERS (Art. 22.2., p. 58 to 60)

➤ *Visibility and accessibility test*

71. L'AFEI estime nécessaire de rappeler quel est l'enjeu de cette disposition. L'investisseur qui choisit d'émettre un ordre à cours limité « émet » une information importante pour le marché : « je m'engage à traiter telle quantité de titres à tel prix ». Cette information, appréhendée dans la cadre de la transparence *pre-trade*, est particulièrement précieuse pour la bonne efficacité du processus de formation des prix.

C'est pourquoi la directive a prévu un dispositif au terme duquel cette information doit être largement mise à disposition du marché au travers notamment de la transmission à de cet ordre à un marché réglementé ou un MTF. L'objectif de l'article 22-2 n'est donc pas de favoriser l'exécution de l'ordre de l'investisseur (de ce point de vue, on ne voit pas pourquoi les ordres à cours limité aurait un traitement renforcé par rapport aux autres ordres) mais de favoriser l'information d'ensemble du marché.

72. Sous réserve de ce qui est indiqué ci-dessous (cf. infra n° 73), l'AFEI considère toutefois que la seule transmission à un marché réglementé ou à un MTF ne peut être suffisante si n'est pas aussi prise en considération l'exposition effective aux participants de marché de l'information contenue dans l'ordre à cours limité. Le risque est en effet que l'ordre soit transmis sur un système de marché « confidentiel » qui n'est pas en mesure d'assurer la « répercussion » satisfaisante cette information.

Pour l'AFEI, il serait donc nécessaire que soit pris en compte un critère de liquidité, l'obligation résultant de l'article 22-2 ne pouvant être réputée accomplie que si l'ordre à cours limité est transmis sur le ou les marchés les plus liquides ... Constater qu'un marché est liquide, c'est en effet constater que beaucoup d'intentions acheteuses et vendeuses s'y rencontrent et que, donc beaucoup de participants de marché ont l'opportunité de prendre connaissance de l'information contenue dans l'ordre à cours limité.

A tout le moins, il est nécessaire que les données relatives aux ordres à cours limité soient mises à disposition sous une forme standardisée qui permette aisément leur agrégation par les rediffuseurs d'informations ...

73. L'AFEI s'interroge sur les conséquences qui résultent de l'analyse de CESR selon laquelle *"The requirement to display non executable client limit orders does not provide any kind of safe-harbour for best execution obligations and firms should fulfil best execution obligations when choosing how and where to display a non executed client limit order"*.

Il lui semble que l'articulation qu'envisage CESR entre les obligations de l'article 21 et celles de l'article 22-2 n'est pas appropriée. L'AFEI rappelle qu'elle soutient que dans le cadre de la *best execution* une large place doit être laissée à la discussion contractuelle, permettant ainsi à l'entreprise d'investissement de convenir avec son client le ou les systèmes d'exécution par rapport auxquels elle s'engage (cf. Note AFEI / 04-29, n° 11 et s.).

En pratique, deux situations sont envisageables. Soit la politique d'exécution comprend un marché réglementé ou un MTF qui permet l'exécution des ordres à cours limité, et il est alors naturel que tout ordre à cours limité émis par le client qui ne serait pas traité en négociation pour compte propre soit transmis à ce marché réglementé ou à ce MTF : en ce cas, l'intention du client est bien que son ordre soit transmis sur ce système. Soit la politique d'exécution ne comprend pas un marché réglementé ou un MTF qui permet l'exécution des ordres à cours limité, et il convient alors que l'ordre soit dirigé vers un système de cette nature présentant la meilleure liquidité. En ce dernier cas, il convient de relever que l'entreprise d'investissement qui estimerait cette contrainte inappropriée aurait toujours la possibilité de convenir à l'avance avec son client que le service qu'elle lui fournit ne lui permet pas d'émettre des ordres à cours limité ...

➤ **Draft level 2 advice**

74. Le point 2 doit être modifié pour spécifier que l'ordre à cours limité est transmis à un marché présentant un degré de liquidité élevé.

Il appartient à CESR de formuler des propositions à cet effet, l'AFEI réitérant les observations formulées dans le cadre de la *best execution* (cf. Note AFEI / 04-29, n° 17 et s.)

75. L'AFEI considère que le point 3 n'est pas opportun.

Question 7.1 : *In your view, what types of arrangements other than RMs and MTFs could be considered as complying with article 22.2?*

76. Sous le bénéfice du critère de liquidité qui lui apparaît primordial, l'AFEI considère que seuls les marchés réglementés et les MTFs remplissent les conditions prévues à l'article 22-2. Autoriser la transmission d'ordres à cours limités non exécutés à d'autres « venues » est de nature à affaiblir la transparence du marché.

Question 7.2: *Do you consider the proposal on publishing the client limit order in a quote-driven system appropriate?*

77. L'AFEI ne voit pas d'obstacle à ce que les ordres à cours limités soient transmis à des marchés réglementés dirigés par les prix à condition, comme CESR le propose, que le marché en question mette en place un dispositif permettant d'assurer la visibilité de la partie de l'ordre non exécuté immédiatement sur ce marché.

IX. PRE-TRADE TRANSPARENCY – SYSTEMATIC INTERNALISERS (Art. 4 and 27, p. 61 to 84)

78. Sur la question des règles applicables aux internalisateurs systématique, l'AFEI souhaite, au préalable, rappeler l'objectif qui a guidé la rédaction des articles 4 et 27.

Au travers des systèmes d'internalisation qu'ils peuvent mettre en place, les intermédiaires ont désormais la possibilité de capter, parfois individuellement, en tout état de cause collectivement, une part plus ou moins importante de la liquidité de marché. Or, s'agissant des marchés d'actions, cette captation de liquidité étant susceptible d'avoir des répercussions importantes sur l'efficacité du processus de formation des prix, il a été jugé utile de contraindre certains de ces intermédiaire à apporter leur contribution à ce processus de formation des prix au travers de l'obligation de publier des prix fermes sur lesquels ils s'engagent à traiter.

79. Ce rappel est particulièrement important, car des informations qu'elle a recueillies sur les orientations actuelles des travaux de CESR, l'AFEI estime qu'il existe un risque réel que cette perspective générale soit perdue de vue au profit d'une approche parcellaire, et donc réductrice, de la problématique en jeu au travers de l'internalisation ...

C'est pourquoi les remarques formulées ci-dessous par l'AFEI s'attachent à assurer que les règles de niveau 2 préconisées par CESR sont conformes à cet objectif général.

A ce stade, il sera par ailleurs souligné que l'AFEI ne formule pas de propositions directes de rédaction en ce qui concerne l'avis de niveau 2 que CESR doit donner à la Commission européennes. Elle estime en effet que cet exercice n'a d'intérêt que si les problématiques identifiées au travers de ses remarques sont effectivement jugées pertinentes par CESR.

1) Definition of Systematic Internaliser (art. 4.1.7.)

80. A titre liminaire, et même si la directive manque de cohérence sur ce point, l'AFEI observe que, considérer la notion d'internalisateur systématique indépendamment des obligations posées au travers de l'article 27 de la directive, n'a pas d'intérêt. En d'autres termes, c'est seulement par rapport aux internalisateurs systématiques qui traitent des actions que préciser le contenu de l'article 4.1.7. présente une utilité.

L'AFEI souligne ainsi que, sans doute, beaucoup d'établissements entrèrent dans le cadre de l'internalisation systématique en ce qui concerne leurs activités sur titres obligataires sans, pour autant, être assujettis à aucune obligation ...

➤ Organised, frequent and systematic basis

Question 8.1: *Do consultees agree with criteria for determining systematic internaliser? Should additional/other criteria be used and if so, what should these be?*

Question 8.2: *Should the criteria be fulfilled collectively or used separately?*

Question 8.3: *Should CESR set criteria for the term "frequent"? If so, do consultees support the setting of numeric criteria or do they believe that a more flexible approach would be useful? What should these criteria be?*

81. Bien que l'AFEI observe avec intérêt l'approche de CESR, elle estime toutefois difficile de partager l'opinion selon laquelle *"it may be sufficient for "frequent" to capture the concept of a firm that internalises on a regular and continuous basis"*. L'AFEI considère en effet que, s'il a été décidé d'utiliser le terme de *"frequent"*, c'est que celui-ci ne pouvait se confondre avec ceux de *"organised"* ou de *"systematic"*.

Compte tenu des objectifs du dispositif tels qu'elle les a rappelés (cf. supra n° 78), l'AFEI estime qu'il convient alors de définir le terme de *"frequent"* en fonction du volume d'ordres effectué en internalisation par rapport au volume d'ordres traité globalement. Plus en effet la part effectuée en internalisation est importante, moins l'intermédiaire participe au processus de formation des prix et plus dans le même temps il utilise à son profit l'information que d'autres ont contribué à créer ... Plus alors il est justifié de lui imposer d'apporter sa contribution à ce processus de création d'informations au travers des obligations fixées par l'article 27.

82. Des discussions menées au sein de l'AFEI sur cette question, il apparaît que c'est la constatation de la réalisation en internalisation d'un volume de transactions représentant environ 10 à 15% du volume total de transactions enregistrées sur un compte de tiers qui devrait conduire à considérer que l'activité d'internalisation est effectuée d'une manière fréquente.

Dans ce cadre, le critère de 10 à 15% devrait être apprécié :

- a. en termes de capitaux traités,
- b. pour chaque action pour laquelle il existe un marché liquide au sens de l'article 27.1. (cf. infra n° 93 et s.),

83. La principale difficulté à gérer est alors celle de l'effet de seuil qu'induit la mise en place d'un tel critère. Pour prendre en compte au moins partiellement cette difficulté, l'AFEI propose que le critère de 10 à 15 % soit apprécié par rapport à une moyenne établie sur longue période (12 mois) et révisé périodiquement (tous les 3 mois).

Elle souhaite toutefois que la réflexion soit approfondie sur ce point en vue de limiter cet effet de seuil.

➤ ***Deals on own account by executing client orders***

84. L'AFEI observe que CESR n'aborde absolument pas la signification des termes *"deals on own account by executing client orders"* contenus dans la définition de l'internalisateur systématique. L'AFEI souhaiterait que cette absence résulte seulement de la constatation que cette formulation ne soulève aucune difficulté. Elle craint toutefois que ce ne soit pas le cas.

Pour l'AFEI, et sauf à vouloir vider de son sens une large part du dispositif mis en place, la seule interprétation possible est de considérer que *"deals on own account by executing client orders"* conduit à exclure seulement les opérations de « pures compte propre », c'est-à-dire celles qui sont réalisées en compte propre face à un système de marché multilatéral (marché réglementé ou MTF) ou face à une autre entreprise d'investissement (au sens de la directive donc y compris les établissements de crédit). En revanche, toutes les autres opérations qui impactent le compte propre de l'entreprise doivent être considérées comme étant réalisées *"by executing client orders"*.

85. Dans ce contexte, et alors que cette problématique est en outre complètement centrale par rapport à celle de la base de calcul de la Standard market size (cf. infra n° 102), l'AFEI estime tout à fait

essentiel que CESR confirme cette analyse, ou à défaut précise sur quelles bases devraient être distinguées les situations dans lesquelles il y a exécution de "client orders".

➤ ***Outside a regulated market or an MTF***

86. L'AFEI observe également que CESR n'aborde pas non plus la signification des termes "outside a regulated market or a MTF" contenus dans la définition de l'internalisateur systématique. Il est vrai que cette signification ne semble pas devoir donner lieu à beaucoup de difficultés.

L'AFEI souligne toutefois qu'il y a ici une voie permettant de vider le dispositif mis en place au travers des articles 4 et 27 d'une large part de sa signification. En effet, s'il est laissé aux marchés réglementés et aux MTFs la possibilité de prévoir dans leurs règles de fonctionnement qu'est réputée accomplie sur leur système toute transaction qui leur serait déclarée quand bien même elle ne respecterait aucune des autres conditions applicables en matière de négociation, cela signifie que ces systèmes peuvent permettre à des entreprises d'investissement d'avoir un comportement d'internalisateur systématique sans pourtant subir aucune des conséquences qui y sont attachées ...

87. L'AFEI estime donc nécessaire que CESR précise les conditions dans lesquelles une transaction doit être considérée comme effectuée "outside a regulated market or a MTF".

➤ ***Conditions to cease systematic internalisation***

Question 8.4: *Do you agree with the proposed obligation to disclose the intention to cease systematic internalisation? Should CESR propose more detailed proposals on this and if so, what should be the appropriate notice period?*

88. L'AFEI s'interroge sur l'approche de CESR selon laquelle "a systematic internaliser wishing to stop systematic internalisation in a given share should advise the market in advance". Elle observe d'abord qu'aucune argumentation ne vient réellement appuyer cette approche, ni qu'aucune précision n'est donnée sur les conditions de cette information (sur ce point, cf. infra n° 90).

L'AFEI observe ensuite que la préoccupation selon laquelle certains établissements pourraient être en position "to discontinue trading in a share from one minute to the next" semble peu justifiée. La qualité d'internalisateur systématique dépend d'abord et avant tout de la stratégie commerciale que chaque établissement a décidé de mettre en place vis-à-vis de ses clients en leur « offrant » ou non un service d'internalisation ... Or, aucune stratégie de cette sorte ne peut être crédible dans un incessant mouvement de « stop and go ».

Ceci étant souligné, l'AFEI observe que les internalisateurs systématiques participent activement à la transparence de marché et qu'en ce sens, il paraît utile de leur imposer que le marché soit clairement informé de leur présence ou non. De ce point de vue, l'AFEI souhaiterait que CESR précise pourquoi il n'a envisagé que le cas où un internalisateur systématique cesse son activité et pas celui où il commence son activité ...

89. Dans ce contexte, alors que l'enjeu n'est pas ici de prendre en compte les situations particulières de marché dans lesquelles l'obligation de publier des prix peut faire peser des risques disproportionnés sur l'internalisateur systématique (cf. infra n° 123 et s.), il doit être observé que deux grandes situations sont en pratique envisageables.

La première est celle dans laquelle un établissement prend la décision d'arrêter d'être internalisateur systématique sur une ou plusieurs actions. Comme cela a été relevé, c'est une décision qui comporte un

certain nombre d'aspects, notamment commerciaux, et dont il n'apparaît pas qu'elle puisse être prise du jour au lendemain. Dans cette perspective, assurer l'information préalable du marché sur cette décision ne doit pas constituer une difficulté.

La seconde situation est celle dans laquelle la qualité d'internalisateur systématique tombe parce que l'un au moins des critères à remplir n'est plus présent. De ce point de vue, il est probable que c'est essentiellement par rapport à la notion de "*frequent*", appréciée en fonction d'un critère en termes de volume d'ordres effectué en internalisation par rapport au volume d'ordres traité globalement, que la problématique devrait se présenter. Or, s'agissant d'un critère calculé par rapport à une moyenne révisée périodiquement, il suffirait simplement de prévoir que la date de calcul diffère de la date de prise d'effet.

90. Assurer l'information du marché ne présente toutefois d'intérêt que s'il existe un outil centralisé permettant d'assurer, effectivement et de manière efficiente, cette information dans des conditions telles qu'elles puissent être reprises par les diffuseurs d'information de marché et incorporées dans leurs systèmes. En la matière, l'AFEI estime qu'il devrait être du rôle de CESR de maintenir un tel outil centralisé, alimenté au travers des régulateurs nationaux, et permettant de déterminer, pour chaque titre considéré, les internalisateurs systématiques présents ainsi que les catégories de clientèles auxquelles ils ouvrent l'accès à leurs prix.

91. Dans le cadre général ainsi décrit, l'AFEI estime en tout état de cause que le délai préalable séparant l'information de la cessation de la qualité d'internalisateur systématique de sa prise d'effet doit rester court : un ou deux jours de bourse paraissent de ce point de vue amplement suffisants.

2) Scope of the rule (article 27.1.)

➤ Basis of liquidity

Question 8.5: <i>Should liquidity be measured on an EU-wide or national basis?</i>

92. L'AFEI a pris connaissance avec intérêt du raisonnement de CESR sous-tendant son approche sur cette question. Dans ce cadre, elle s'étonne que puisse être laissée ouverte la question de savoir si la liquidité doit être appréciée au niveau européen ou à un niveau national.

Tout d'abord, alors que l'un des principaux enjeux de la directive est de favoriser la mise en place d'un marché unifié des capitaux au niveau européen, il serait totalement paradoxal d'introduire des éléments d'appréciation reliés au niveau national sans orientation claire en ce sens du niveau 1. Ensuite, 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 Vilnius ... 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.

Compte tenu de ces éléments, l'AFEI considère absolument impossible d'envisager la liquidité d'une valeur autrement que sur une base européenne.

➤ **Possible methods to define liquid shares**

Question 8.6: *Do consultees have a preference in favour of setting pre-determined criteria or using a proxy approach?*

Question 8.7: *Regarding the different criteria described above, do consultees agree with the analysis of each of them, and are there other methods which should be evaluated?*

Question 8.8: *Is it possible and/or appropriate to use for the purposes of article 27 a combination of absolute and relative criteria to define shares as liquid?*

Question 8.9: *Do consultees consider the proposed figures (i.e. 480 trades per day and 95% of total trading) as appropriate? If not, and where no figures are suggested what are the appropriate figures in your opinion?*

Question 8.10: *Do consultees agree with the analysis of the relative merits and drawbacks of using proxies such as indices?*

Question 8.11: *Which criteria would best accommodate the needs of different markets within the EU?*

93. L'AFEI, qui a examiné avec attention les différentes méthodes envisagées par CESR pour définir les valeurs liquides, salue l'analyse approfondie qui a été menée à cette occasion. Elle a par ailleurs étudié attentivement les éléments statistiques récemment réunis par CESR avec l'aide des marchés.

Comme CESR le relève lui-même, l'AFEI estime toutefois que chacune de ces méthodes présente au moins autant d'avantages que d'inconvénients et que, si les critères (ou la combinaison de certains d'entre eux) proposés par CESR apparaissent pertinents, leur utilisation risque de se heurter à des difficultés concrètes importantes.

94. C'est pourquoi l'AFEI suggère d'utiliser un critère simple, facile à utiliser et non contestable qui est celui de la capitalisation.

Compte tenu des discussions qu'elle a eu avec des professionnels des marchés, et au regard de l'objectif de limiter l'exposition au risque des internalisateurs systématiques publiant des prix fermes, l'AFEI propose que toutes les valeurs dont la capitalisation est supérieure à 3 milliards d'Euros soient considérées comme liquides pour l'application de l'article 27-1.

A titre informatif, selon les éléments réunis par l'AFEI et appréciés au 31 décembre 2004 sans tenir compte des 10 nouveaux pays entrants, ce critère fait entrer dans la définition des valeurs liquides un peu plus de 350 valeurs (voir tableau en page suivante).

Nombre de valeurs	>= 3Md€		>= à 4 Md€		>= à 5 Md€	
	Capi	Flottant	Capi	Flottant	Capi	Flottant
Allemagne	43	30	36	25	30	21
Angleterre	111	100	84	76	74	68
Autriche	4	3	4	2	4	1
Belgique	14	10	12	9	10	7
Danemark	6	5	5	5	5	4
Espagne	29	14	23	13	18	8
Finlande	6	5	5	5	4	3
France	58	35	49	33	41	33
Hollande	21	19	20	17	17	15
Irlande	8	7	6	5	5	5
Italie	36	24	27	18	25	14
Luxembourg	1	0	1	0	1	0
Norvège	6	5	5	5	5	3
Portugal	5	3	4	3	3	2
Suède	21	19	16	14	11	10
Total	369	279	297	230	253	194

Source STOXX

Pour Stoxx, le flottant se calcule en ajustant la capitalisation boursière par la détention de blocs de capital. Cet ajustement s'applique si une des entités suivantes détient au moins 5% des actions en circulation : participations croisées, actions détenues par les gouvernements ou leurs agences, actions détenues par des familles, actions "limitées" ...

95. L'AFEI a bien conscience que ce critère peut être considéré comme insuffisamment pertinent dans la mesure où c'est plutôt le flottant d'une valeur qui est le véritable reflet de la liquidité d'une valeur (voir tableau ci-dessus). L'expérience montre toutefois, et CESR le confirme lorsqu'il indique que *"the definition of free float in EU markets varies significantly"*, que cette notion n'est souvent pas d'une utilisation aisée.

Aussi, dans l'attente d'une éventuelle définition unifiée qui serait ultérieurement posée par CESR, l'AFEI estime qu'à court terme, une solution pourrait être de laisser la possibilité aux internalisateurs systématiques de démontrer au régulateur qu'une valeur entrant dans la définition d'une valeur liquide (sur la base de la capitalisation) ne l'est pas en réalité. En tel cas, un approfondissement de la réflexion doit être mené pour préciser les conditions dans lesquelles cette démonstration peut être effectuée.

3) The determination of the Standard Market Size / Classes of shares (art. 27.1. and 27.2.)

96. Tout d'abord, l'AFEI tient à souligner l'importance de la question du calcul des tailles standards de marché dans le dispositif relatif aux internalisateurs systématiques. C'est en effet seulement les entreprises d'investissement qui sont internalisateurs systématiques pour des ordres d'une taille inférieure à celle de la SMS qui sont tenues de publier des prix fermes. Or, à l'évidence, par rapport aux objectifs précédemment rappelés (cf. supra n° 78), la SMS représente un enjeu réel car, si elle est définie trop bas, ce seront alors les établissements qui retirent le plus de liquidité du marché qui pourront échapper au dispositif de l'article 27 ... C'est même très certainement la question la plus cruciale parmi celles que doit traiter CESR dans le cadre de l'article 27.

L'AFEI estime donc nécessaire que la SMS soit déterminée de la façon la plus objective possible en reflétant la réalité des marchés et en cohérence avec l'objectif de la directive de sauvegarder l'efficacité des marchés.

➤ **Calculation of the average order value**

97. L'AFEI souscrit à l'analyse de CESR qui conduit à charger de ce calcul l'autorité compétente « du marché le plus pertinent en termes de liquidité ».

➤ **Calculation period**

98. L'AFEI souscrit à l'observation de CESR selon laquelle *"The period used for calculation should be long enough to guarantee the statistical representativeness of the result"*.

Elle estime de ce point de vue que le délai de 12 mois proposé est adapté pour assurer une certaine stabilité. En revanche, l'AFEI considère que c'est tous 6 mois qu'il est nécessaire de procéder au calcul de la SMS pour être en mesure de tenir compte des évolutions susceptibles de rapidement se produire dans le marché.

➤ **Basis of calculation**

Question 9.1: *Do you agree with CESR's approach of proposing a unified block regime for the relevant provisions in the Directive or do you see reasons why a differentiation between Art. 27 MiFID on the one hand and Art.29, 30, 44, 45 MiFID on the other hand would be advisable?*

99. L'AFEI observe tout d'abord que cette question des *"orders executed which are large in scale compared to normal market size"* est particulièrement importante par rapport à l'objectif assigné à l'article 27. Le niveau à partir duquel un ordre est considéré comme *"large in scale compared to normal market size"* influe en effet directement sur la base de calcul de la SMS. Plus ce niveau sera bas, plus la base de calcul de la SMS sera étroite et composée d'ordres de faible montant, plus le niveau de la SMS sera fixé à un seuil bas et moins nombreux seront les établissements astreints aux obligations de l'article 27.

Au final, ce seront encore une fois justement les établissements qui auront la capacité à retirer le plus de liquidité du marché, sans nécessairement que la taille des transactions qu'ils réalisent le justifie, qui pourront échapper au dispositif de l'article 27 ...

100. Dans ce contexte, l'AFEI souligne qu'appréhender la notion d'ordres exécutés ou de transactions *"large in scale compared to normal market size"* de façon similaire qu'il s'agisse de l'article 27 ou des articles 29, 30, 44 et 45 ainsi que 28 d'ailleurs de la directive pourrait apparaître cohérente : l'utilisation d'une terminologie similaire devrait en effet traduire la volonté de recouvrir les mêmes réalités.

L'AFEI estime toutefois que, compte tenu des objectifs différents assignés à chaque article, réaliser cette assimilation serait non seulement dénuée de sens mais également et surtout un élément de fragilisation majeur. A cet égard, elle considère d'ailleurs extrêmement problématique qu'une question, la transparence de marché, au cœur de l'équilibre de l'ensemble du dispositif mis en place par la directive MIF et pièce centrale de l'efficacité des marchés, puisse être abordée de façon aussi incidente par CESR ...

101. A ce stade, l'AFEI souhaite seulement mettre l'accent sur quelques éléments qui lui paraissent devoir être pris en considération par CESR dans sa réflexion.

Le premier est que mener une réflexion sur la *Standard market size* sans parallèlement faire aucune proposition sur la *Normal market size* ne peut que viciar le raisonnement. Il est vital, pour que les participants du marché puissent apprécier la portée des propositions de CESR sur la SMS, que soient également communiquées au moins des orientations en ce qui concerne la NMS.

Le deuxième élément de réflexion concerne la transparence *post trade*. Au regard de l'enjeu que constitue la transparence *post trade* pour l'efficacité du marché, l'AFEI souligne que ne devraient pouvoir bénéficier d'un différé de publication que les transactions pour lesquelles l'intermédiaire qui interpose son compte propre court réellement un risque de déblocage de sa position ... De ce point de vue, les chiffres qu'elle a pu entendre évoquer sur les tailles de blocs qui pourraient donner lieu à de tels différends de publication sont clairement problématiques et comportent un risque réel de dégradation significative de l'information de marché disponible. A toutes fins utiles, l'AFEI rappelle qu'en France pour les 150 valeurs les plus liquides de la cote, un différé de publication d'une heure n'est autorisé que pour les transactions excédant 500.000 €, ce différé pouvant atteindre deux heures si la transaction fait plus de 2,5 M€. A ce jour, il n'est pas apparu que ce montant soit apparu comme excessivement contraignant par les intermédiaires ...

Le troisième élément concerne la transparence *pre trade* et l'utilisation d'une notion de taille de blocs pour permettre des « différends d'affichage ». En la matière, l'AFEI estime absolument nécessaire que CESR replace cette question au sein d'une problématique générale explicite. Au regard des conditions actuelles de fonctionnement des marchés, le dispositif mérite en effet d'être clarifié. L'AFEI rappelle ainsi que, dans les marchés dirigés par les prix, la transparence *pre trade* résulte de l'obligation qu'ont les teneurs de marché d'afficher des prix pour des quantités minimales. Dans les marchés dirigés par les ordres, la transparence *pre-trade* résulte de l'achalandage plus ou moins important du carnet d'ordres, cet achalandage étant la résultante directe des ordres que les intermédiaires décident, sous leur responsabilité, de placer dans le carnet. La notion de taille de blocs permettant des différends d'affichage n'a ainsi pas de réelle signification

102. Au regard de ces problématiques, l'AFEI considère que l'approche parcellaire de CESR est totalement réductrice au regard des enjeux en cause. Il y a une perte de perspective générale qui soulève de nombreuses interrogations dont la communauté des régulateurs de marché qui forme CESR ne peut se désintéresser.

L'AFEI souhaite donc que, conformément à son objectif, l'article 27 soit replacé dans le contexte plus général de la transparence de marché qui est estimée nécessaire pour assurer l'efficacité du marché unifié européen ...

L'AFEI examinera en conséquence avec beaucoup d'attention les propositions que CESR formulera dans ce cadre.

103. En ce qui concerne le contenu de la notion de "*orders executed*", l'AFEI relève que CESR n'envisage que de deux sens possibles, soit celui de "*completed transactions*", soit celui de "*separately executed buy and sell orders*". Or, l'AFEI observe que cette distinction entre « ordres introduits dans le système de négociation » et « ordres exécutés par le système de négociation » (cette deuxième catégorie prenant en compte les effets de la règle de priorité qui peut conduire à ce qu'un ordre introduit donne lieu à deux ou plusieurs exécutions face à des contreparties différentes) a un effet qui reste limité ...

Des premiers éléments réunis sur cette question, l'AFEI constate que, si le passage d'une notion à l'autre peut entraîner l'application d'un facteur multiplicatif 2, le montant en cause reste en tout état de cause faible. L'examen des éléments chiffrés produits par CESR (CESR / 04-717 ANNEX 1) montre que, pour

la valeur ayant le plus fort volume quotidien sur Euronext Paris (TOTAL), la transaction moyenne au sens de "*completed transactions*" s'établit à 73 K€ tandis que, pour la valeur ayant le plus fort volume quotidien sur Deutsche Börse (SIEMENS), elle s'établit à 41 K€ ...

104. Une partie de l'enjeu de la SMS est contenue dans cette constatation. Retenir des SMS à l'un ou l'autre des niveaux évoqués signifie que ne seront pas touchés par les obligations de l'article 27 tous les établissements qui sont internalisateurs systématiques uniquement pour le compte d'une clientèle institutionnelle dans la mesure où les ordres émanant de cette clientèle, et susceptibles d'être traités en internalisation, excèdent en tout état de cause très significativement ces niveaux ...

La conséquence directe est qu'échapperont alors par nature au dispositif de l'article 27 les établissements qui, en internalisant seulement les ordres de leurs clients institutionnels, retirent le plus de liquidité du marché et sont ainsi à même d'affecter le plus l'efficience de marché : il est en effet plus que probable que sur les valeurs européennes de plus de 3 Mds€ de capitalisation, les ordres exécutés pour le compte d'institutionnels représentent au moins 70 % du volume total.

105. Mais l'enjeu est aussi de préciser quels sont les ordres qui concourent au calcul de la SMS. La constatation que CESR n'aborde cette problématique que par rapport aux ordres exécutés sur des systèmes multilatéraux est troublante, notamment au regard de l'observation précédente selon laquelle CESR n'a pas estimé nécessaire de traiter la signification des termes "*deals on own account by executing client orders*" contenus dans la définition de l'internalisateur systématique (cf. supra n° 84).

Pour l'AFEI, pour que le dispositif de l'internalisation systématique conserve son sens, il est absolument nécessaire que toutes les transactions du marché soient prises en compte dans la base de calcul de la SMS, y compris celles réalisées en dehors des systèmes multilatéraux de négociation, c'est-à-dire de façon quasi systématique au travers d'une technique de négociation pour compte propre. Dans cette perspective, doivent seulement être exclus les ordres considérés comme "*large in scale compared to normal market size*".

Afin d'éviter toute ambiguïté sur ce point, il est nécessaire que CESR confirme que c'est bien ainsi que doit être comprise la base de calcul de la SMS.

106. En supposant que cette confirmation sera bien apportée, il doit alors être relevé qu'au travers de la discussion "*completed transactions*" vs "*separately executed buy and sell orders*", se trouveraient incorporés dans la base de calcul de la SMS des éléments de nature différente.

D'un côté, les ordres exécutés en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTFs pour lesquels en pratique un ordre correspond à une transaction déclarée en tant que telle dans les systèmes de reporting. D'autre part, les ordres exécutés dans le cadre d'un marché réglementé ou d'un MTF pour lesquels, pour un ordre répondu au client, plusieurs ordres peuvent avoir été introduits dans les systèmes de négociation, chacun d'entre eux pouvant en outre donner lieu le cas échéant à plusieurs transactions ...

107. A ce stade, et en l'absence d'éléments statistiques approfondis, l'AFEI n'est pas en mesure de tirer de cette observation des conséquences claires. Il lui paraît donc absolument nécessaire que CESR puisse se livrer à un exercice « à blanc » sur la base des 50 valeurs action ayant en Europe la plus forte capitalisation boursière, notamment en précisant le montant de chaque ordre répondu aux clients indépendamment des différentes transactions qui ont été réalisées sur le marché pour permettre l'exécution de cet ordre. Nul doute en effet que ces 50 valeurs entreraient dans la catégorie des valeurs liquides, et cela quel que soit effectivement le critère qui sera retenu pour leur reconnaître cette qualité ...

Pour ces valeurs, et en fonction des éléments dont les différentes autorités compétentes disposent au travers des outils de reporting en place, il convient alors que CESR détermine les niveaux auxquels devraient se situer la SMS de chacune ...

➤ **Definition of the classes in which liquid shares should be grouped**

Question 9.2: *Would you consider a large number of SMS classes, each comprising a relatively small bandwidth of arithmetic average value of orders executed, as problematic for systematic internalisers?*

108. 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. Sur la base de sa proposition de retenir les valeurs représentant plus de 3 Mds € de capitalisation, soit aux termes des données réunis environ 370 valeurs, l'AFEI estime que ces valeurs pourraient être rassemblées dans une quinzaine ou une vingtaine de classes différentes ... Cette première approximation demande cependant à être étudiée au regard des éléments statistiques précis qui seront réunis par CESR, l'objectif devant être d'assurer une homogénéité minimale au sein de chaque classe.

Question 9.3: *In your opinion, would it be more appropriate to fix the SMS as monetary value or convert it into number of shares?*

109. L'AFEI considère que la SMS ne peut être exprimée qu'en valeur. 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.

➤ **Revision of the groupings/calculations**

Question 9.4: *Do you consider subsequent annual revisions of the grouping of shares as sufficient or would you prefer them to be more frequent? Should CESR make more concrete proposals on revision? In particular, should the time of revisions be fixed at level 2?*

110. L'AFEI estime à ce stade qu'une révision annuelle apparaît comme suffisante tant pour la SMS que pour les classes d'actions.

➤ **"Ad hoc" revisions of the average value of transactions**

111. L'AFEI souscrit à la proposition de CESR selon laquelle "*when there has been an extraordinary event, such as a takeover bid, public offering, merger or other event that has an effect on the average order values of the shares (...), the competent authority should therefore have discretion to recalculate the average value in response to such events*".

➤ **New issues**

Question 9.5: *Do you support the determination of an initial SMS by grouping the share into a class, once a newly issued share is traded for three months, or do you consider it reasonable to fix an initial SMS from the first day of trading of a share by using a proxy based on peer stocks?*

112. L'AFEI est d'avis que s'agissant de nouvelles actions qui n'étaient pas auparavant traitées par le marché une période de latence est utile. Elle s'interroge toutefois sur l'opportunité de retenir une période de trois mois : elle observe qu'en ce qui concerne la stabilisation, le règlement européen 2273/2003 a retenu une période de trente jours calendaires ...

Elle estime en outre 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. A ce stade de réflexion, l'AFEI serait plutôt en faveur d'une interdiction absolue d'internalisation en la matière.

➤ **Coming into force**

Question 9.6: *Do you consider a two week period from publication as sufficient for systematic internalisers to adapt to new SMSs?*

113. L'AFEI considère qu'une période de deux semaines est largement suffisante pour permettre aux internalisateurs systématiques de paramétrer leurs systèmes.

➤ **Publication of the class of shares to which each share belongs**

Question 9.7: *Do you agree on the proposal on publication of the classification of shares? Would you prefer the establishment of a single contact point (at level2)?*

114. La proposition de CESR constitue une exigence minimum. Pour faciliter la gestion des internalisateurs systématiques, l'AFEI estime nécessaire que les listes élaborées par les différentes autorités compétentes soient consolidées par CESR.

4) Obligations of the Systematic Internaliser

Question 10.1: *Do consultees consider that there might be specific regulatory issues and specific provisions needed where a systematic internaliser is the trading venue with the largest turnover in a particular share falling within the scope of Article 27?*

115. L'AFEI ne voit pas très bien comment faire des remarques constructives à ce propos dès lors que CESR ne fournit aucun élément de nature à éclairer cette problématique.

A ce stade, l'AFEI estime que c'est une question qui mérite d'être approfondie sur laquelle elle formule trois observations. La première est que la directive ne permet aucun traitement discriminatoire de tels internalisateurs systématiques. La deuxième observation est que la probabilité de survenance de cette situation dans des marchés efficients lui paraît assez peu réaliste : de ce point de vue, la constatation d'une telle situation devrait plutôt entraîner une réflexion sur l'efficacité globale du marché ... La troisième et dernière observation est qu'en supposant que n'est pas en jeu l'efficacité du marché, la capacité d'un internalisateur systématique à attirer ainsi la liquidité repose nécessairement sur la réalité d'une valeur ajoutée qu'il fournit aux investisseurs : des contraintes supplémentaires ne sont-elles alors pas de nature à altérer cette valeur ajoutée ... ?

➤ **Publication of quotes on a regular and continuous basis during normal trading hours**

Question 10.2: *Do consultees agree that the availability of quotes during 100 % of normal trading hours of the firm is reasonable and workable requirement for "on a continuous basis"?*

116. L'AFEI souscrit à la proposition de CESR selon laquelle *"Quotes should therefore be published 100 % of the time during the firm's normal trading hours, those trading hours being decided and made public by the firm"*.

Elle estime toutefois souhaitable que CESR précise que les *trading hours* considérées sont celles qui s'appliquent à l'entreprise dans son activité d'internalisateur systématique et non seulement à son activité de publication de *quotes*.

➤ **Access to quotes**

Question 10.3: *Do consultees think that publication of quotes solely on the firm's own website meets the "easily accessible"-test?*

117. L'AFEI estime que la seule obligation de publier les prix sur le site WEB de l'internalisateur systématique n'est pas suffisante. En effet, la dispersion des informations qui résulterait de cette situation est de nature à obérer la transparence du marché, et il paraît assez improbable que la seule intervention des diffuseurs d'information soit de nature à pallier à cette dispersion ...

Il convient donc à tout le moins que les internalisateurs systématiques mettent leurs informations à disposition sous une forme standardisée qui permette une consolidation aisée par les agrégateurs d'informations qui le souhaitent.

118. L'AFEI observe plus généralement que l'accès aux prix publiés par les internalisateurs systématiques est une problématique importante qui pour le moment reste envisagée par CESR d'une façon trop étroite par rapport aux questions très pratiques qui se posent.

A ce stade, l'AFEI estime plus particulièrement nécessaire que CESR développe son analyse en ce qui concerne deux points plus spécifiques.

119. Le premier concerne les relations entre l'internalisateur systématique et l'investisseur qui viendrait « taper » le prix affiché ... L'enregistrement de la transaction qui vient matérialiser cet état de fait suppose en effet que l'investisseur ait un compte ouvert auprès de l'internalisateur systématique. Or, qui dit ouverture de compte, dit aujourd'hui entrée en relations clientèle avec déclenchement d'un certain nombre d'obligations préalables en termes de vérification de l'identité et de la capacité du client, de lutte contre le blanchiment de capitaux, de « *know your customer* » ...

A l'évidence, il paraît difficile de considérer exactement sur le même plan, d'un côté, l'investisseur qui ouvre un compte auprès d'un internalisateur systématique pour être seulement en mesure, lorsque cela l'intéressera, de réaliser une transaction au prix affiché et, de l'autre, l'investisseur qui noue une relation clientèle avec un établissement que celui-ci ait ou non une activité d'internalisation systématique ...

Pour l'AFEI, il y a là une véritable problématique qu'il est important que CESR approfondisse, notamment en termes d'obligations qui doivent dans ce cadre être respectées par l'internalisateur systématique.

120. Le second point, directement lié au premier, résulte de la constatation que ce processus d'ouverture de compte préalable rend peu crédible toute démarche dans laquelle un compte serait ouvert à l'investisseur qui vient « taper » un prix aux fins seulement d'assurer le dénouement de cette transaction spécifique et clôturé aussitôt ... Il paraît beaucoup plus probable que les investisseurs, intéressés par les éventuels prix d'un internalisateur systématique donné, demanderont l'ouverture d'un compte sur lequel seront enregistrées en temps voulu les transactions conclues.

Dans ce cadre, au regard de la possibilité qu'ont les internalisateurs systématiques de ne donner accès à leur *quotes* qu'aux clients de détails ou qu'aux clients professionnels, il paraît nécessaire que CESR prenne en compte le fait qu'il semble peu vraisemblable que des investisseurs de détail ouvrent des comptes chez différents internalisateurs systématiques afin, le cas échéant, d'être en mesure de « taper » leurs prix ... Pour l'AFEI, réserver les prix aux seuls investisseurs de détail n'a de sens que si les intermédiaires qui agissent pour leur compte, et qui en pratique sont des contreparties éligibles, ont la capacité à ouvrir des comptes auprès des internalisateurs systématiques sur lesquels pourront être dénouées les transactions qu'ils font avec ceux-ci en qualité de mandataire de leurs clients de détail.

Il est extrêmement important que CESR précise son appréciation en la matière ainsi que les conditions de fonctionnement de ce mécanisme.

➤ **Price(s) reflecting market conditions**

Question 10.4: *Do you agree with the proposed general criteria for determining when a price or prices reflect market conditions or do you think that more specific criteria should be added? In the latter case; which criteria do you think should be added?*

121. L'AFEI estime que cette question est importante, mais néanmoins difficile à traiter. Le simple fait de constater que *"A price or prices reflect prevailing market conditions when the price or prices are close to comparable quotes on other relevant markets"* est une condition nécessaire mais non suffisante. Il faut en outre que l'internalisateur adapte régulièrement ses *quotes* en fonction de l'évolution du marché.

L'AFEI souscrit ainsi à la remarque de CESR selon laquelle *"While it would not be reasonable to impose a minimum time limit to price updating, a firm should not update its quotes in a capricious or discriminatory manner"*. Celle-ci doit être reflétée dans la proposition de draft level 2 advice.

122. Dans ce cadre, l'AFEI observe que le prix de marché, s'agissant des marchés dirigés par les ordres, est un prix brut auquel doit être intégrée la commission de l'intermédiaire destinée à prendre en compte la valeur ajoutée qu'il apporte comme les frais de système qu'il supporte. Or, le prix fourni par l'internalisateur systématique est souvent un prix net, dans lequel la commission de l'intermédiaire est directement intégrée.

L'AFEI estime ainsi utile, pour éviter toute ambiguïté, que CESR prenne en compte cet aspect particulier dans la rédaction de son avis à la Commission européenne.

Question 10.5: *Do you prefer either of the criteria defining exceptional market conditions, and should those criteria be supplemented by an open list of exceptional market conditions?*

123. Le critère général semble suffisant dans la mesure où il serait paradoxal de lister, de façon même ouverte, les conditions qui permettent aux internalisateurs systématiques d'arrêter de publier des prix alors que rien de tel n'est réalisé en ce qui concerne les conditions dans lesquelles les marchés réglementés et les MTFs peuvent suspendre leurs cotation ...

Cette observation conduit d'ailleurs l'AFEI à souhaiter une harmonisation de ces conditions. Rien qu'au niveau des marchés réglementés européens, la grande hétérogénéité des règles qui existent aujourd'hui soulèvera nécessairement de nombreuses difficultés dans le contexte de la directive MIF où une généralisation des situations de multicotation devrait être constatée, notamment en ce qui concerne la mise en œuvre des politiques de *best execution*.

Question 10.6: *Are there exceptional market circumstances where a systematic internaliser should be able to withdraw its quotes even though a trading suspension has not been called by the regulated market In the latter case, which market conditions should be added to an open list??*

124. Il peut se produire des circonstances dans lesquelles l'internalisateur systématique n'est pas en mesure d'assurer ces cotations même si les marchés réglementés sont ouverts. Par exemple en cas de panne informatique. Toutefois, il apparaît difficile de prédéterminer les conditions. En cas d'interruption des cotations par l'internalisateur systématique, il doit donc lui appartenir de justifier les raisons de cette situation auprès du régulateur.

Question 10.7: *Do you agree that the proposed approach to the updating of quotes is acceptable or would you prefer more specific criteria? In the latter case, which criteria could be added?*

125. L'AFEI estime que l'approche générale de CESR est la bonne.

5) Handling of client orders and executing the orders

➤ Execution of orders in sizes which are not contiguous to the quotes published

Question 11.1: *Do consultees agree that it is unnecessary for CESR to provide additional advice in respect of the handling of client orders where a systematic internaliser publishes multiple quotes?*

126. L'AFEI souscrit à l'approche de CESR.

➤ Limitation of risk exposure

Question 11.2.: *Would there be any benefit to CESR making more detailed recommendations concerning how a firm should set the number and/or volume of orders that represents the norm? If so, what form should they take?*

127. L'AFEI souscrit à l'approche de CESR de laisser aux établissements le soin de mettre en place et document leurs procédures internes en la matière. Elle estime que c'est la seule voie envisageable.

➤ Transactions in several securities

Question 11.3: *Do consultees agree with the definition of a transaction where execution in several securities is part of one transaction? In particular, is there a need to specify a minimum number of securities and if so, what should the number be?*

128. L'AFEI souscrit à l'approche de CESR selon laquelle doivent être incluses dans cette catégorie toute "transaction which involves 10 or more securities grouped together into a basket and traded as a single lot against a specific reference price".

➤ Orders subject to conditions other than current market price

Question 11.4.: *Do consultees agree with the approach to "orders subject to conditions other than current market price"?*

129. L'AFEI observe que CESR retient une conception large en proposant que cette notion "*shall refer to all orders other than those containing a simple instruction to buy or sell immediately at the best available price (i.e. a market or equivalent order) or at a specified price as soon as the market price permits (i.e. a limit order or equivalent)*". Cela lui paraît de nature à vider le dispositif d'une partie de sa portée.

➤ ***The size customarily undertaken by a retail investor***

130. L'AFEI estime que cette question ne comporte que peu d'enjeux dans la mesure où son seul effet est d'interdire le *Price improvement* vis-à-vis des clients professionnels souhaitant faire une transaction n'excédant pas cette taille. Or, quand bien même cette taille serait fixée à 15.000 € (chiffre plutôt élevé), elle reste de toutes les façons extrêmement faibles par rapport à la taille moyenne d'un ordre de client professionnel ...

80 0 8