

## MIF 2 REFIT

### REVOIR LE DISPOSITIF MIF 2 EN TIRANT LES ENSEIGNEMENTS DE PLUS DE DEUX ANS DE MISE EN ŒUVRE

#### Position de l'AMAFI

La Directive MIF 2 a été négociée au lendemain de la crise financière de 2007-2008 afin de mettre en œuvre certaines recommandations du G20 de Pittsburgh. Elle est aujourd'hui la pierre angulaire d'un cadre réglementaire s'appliquant aux acteurs des marchés financiers autour de trois axes : (i) accroître la transparence, (ii) améliorer la protection des investisseurs et (iii) perfectionner la supervision des marchés financiers.

Alors que le Royaume-Uni, principal centre financier européen, va bientôt quitter l'Union, il est désormais indispensable de repenser la façon dont le financement de l'économie de l'UE-27 doit être assuré, et notamment le rôle assigné à ses marchés de capitaux. Cette nécessité sous-tend d'ailleurs les différents travaux qui ont été ou sont menés<sup>1</sup> afin de déterminer comment doit évoluer l'initiative d'Union des Marchés de Capitaux (UMC) lancée en 2014, à un moment où personne n'imaginait que la City se désarrimerait de l'Union ...

Si début 2020, l'AMAFI entend apporter sa propre contribution à ces travaux, elle souhaite dès maintenant dégager un certain nombre d'éléments de réflexion en ce qui concerne le dispositif MIF 2. Son caractère central dans le fonctionnement des marchés de l'UE a pour conséquence qu'il n'est pas possible de faire l'économie de sa revue plus de deux ans après son entrée en application.

*L'Association française des marchés financiers (AMAFI) est l'association professionnelle qui, aux niveaux national, européen et international, représente les acteurs des marchés financiers établis en France, qu'ils soient établissements de crédit, entreprises d'investissement ou infrastructures de marché et de post-marché, où qu'ils interviennent et quel que soit le lieu de résidence de leurs clients et contreparties. L'AMAFI a plus de 150 membres (dont un tiers environ sont filiales ou succursales d'établissements étrangers) qui agissent sur les différents segments des activités de marché, que ce soit pour compte propre ou pour compte de clients.*

Pour l'AMAFI, s'inscrivant dans la perspective d'une nécessaire relance et d'un approfondissement de l'UMC, une telle revue doit prioritairement poursuivre deux grands objectifs :

- i) Assurer que les marchés européens soient en mesure de participer suffisamment au financement de l'économie européenne pour que celle-ci ne devienne pas exclusivement dépendante de ressources, en termes d'expertise, de capital et de liquidité, dont l'Union n'aurait pas la maîtrise, ce qui suppose en regard de préserver, sinon renforcer, la compétitivité des acteurs installés sur son territoire sans lesquels ces marchés ne seront pas animés ;
- ii) Introduire plus de proportionnalité et mieux refléter les particularités du marché *wholesale* pour lequel les enjeux d'un marché européen intégré sont réels et immédiats.

Forte de son implication aux différents stades des travaux qui ont conduit à l'édification du dispositif MIF 2, mais aussi et surtout forte de l'expérience acquise au cours de deux années de mise en œuvre pendant lesquels elle a conduit différents chantiers pour permettre à ses adhérents de faire face aux différents défis d'un dispositif particulièrement lourd et complexe, l'AMAFI s'est ainsi attachée à identifier les dispositions dont la modification lui apparaît indispensable.

Certes, il est d'ores et déjà prévu qu'un certain nombre de points fasse l'objet d'un examen par l'ESMA au travers de rapports<sup>2</sup> qui seront remis à la Commission. Mais outre que de nombreux points ne pourront être

<sup>1</sup> V. à ce propos le *High Level Forum* de la Commission européenne ([lien](#)), le rapport du *Next CMU High-Level Group* ([lien](#)) et la *Roadmap* de Markets4Europe ([lien](#)).

<sup>2</sup> V. à ce propos la lettre adressée en janvier 2019 par l'ESMA à la DG FISMA ([lien](#)).

examinés avant 2021 ou 2022, l'AMAFI considère que d'autres problématiques nécessitent d'être traitées, et en particulier des sujets liés à la protection des investisseurs ou au financement de la recherche.

Face aux enjeux rencontrés par l'Union européenne en termes de capacité de ses marchés à procurer à son économie les financements dont elle a besoin, cette note expose ainsi, de façon synthétique, les aspects du dispositif MIF 2 que l'AMAFI considère devoir être revus le plus rapidement possible, tandis que ses annexes développent le raisonnement conduisant à leur identification tout en formulant des propositions concrètes de modification. Dans ce cadre, compte tenu de la volonté d'agir rapidement, une approche pragmatique a été adoptée en assignant à chaque thème, au travers d'un code couleur, une priorité haute ■ ou moyenne ■

TABLEAU DE SYNTHÈSE		
SUJETS ET OBJECTIFS	ARTICLES	ANNEXE
<p><b>Coûts et charges :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Réintroduire plus de proportionnalité en fonction de la catégorisation du client (en particulier, allègements pour le <i>wholesale</i>) et de la typologie d'instruments financiers</li> <li>Simplifier et clarifier le régime actuel</li> </ul>	<p><i>Considérants 103 &amp; 104 MiFID</i></p> <p><i>Articles 24.4 &amp; 30.1 MiFID</i></p> <p><i>Article 24.4 MiFID</i></p>	ANNEXE 1
<p><b>Gouvernance produit :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Réintroduire plus de proportionnalité pour les instruments financiers simples</li> <li>Clarifier le concept de Distributeur pour exclure la distribution « passive » / « large »</li> <li>Exclure du champ de Gouvernance Produits les négociations entre contreparties éligibles</li> </ul>	<p><i>Considérant 71 MiFID</i></p> <p><i>Considérant 71 MiFID</i></p> <p><i>Articles 16.3 &amp; 24.2 MiFID</i></p>	ANNEXE 2
<p><b>Autres sujets Protection des Investisseurs notamment :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Clarifier la définition de « détention de compte » et exclure les instruments financiers commercialisés à des seules fins de couverture.</li> <li>Clarifier que dès lors qu'un État Membre a mis en œuvre des mesures nationales équivalentes à celles publiées par l'ESMA et reconnues par cette dernière, les mesures de l'ESMA cessent de s'appliquer dans cet État membre.</li> </ul>	<p><i>Article 62 RD (UE) 2017/565</i></p> <p><i>Article 40 MiFIR</i></p>	ANNEXE 3
<p><b>Territorialité :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Exonérer de la STO/DTO les succursales pays tiers des entreprises d'investissement de l'UE-27</li> <li>Exonérer des obligations de transparence les succursales pays tiers des entreprises d'investissement de l'UE-27</li> </ul>	<p><i>Articles 14.1, 18.1, 23.1 and 28.1 MiFIR</i></p> <p><i>Articles 20.2, 21.1 MiFIR</i></p>	ANNEXE 4
<p><b>Coûts des données de marché :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Rendre effectivement opérationnelle la notion de <i>reasonable commercial basis</i> en prônant la simplification et l'harmonisation des grilles tarifaires, contrats et procédures d'audit des plateformes de négociation</li> </ul>	N/A	ANNEXE 5

<b>Régime pour les dérivés OTC et les données de référence :</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Clarifier que la décision d'être un internalisateur systématique pour des instruments non-TOTV ne peut être décidée que de manière volontaire</li> <li>Clarifier que le régime d'internalisation systématique ne s'applique qu'aux instruments TOTV</li> </ul>	<i>Article 4 MiFID, Article 27 MiFIR, Articles 1a &amp; 3 DR (UE) 2017/585)</i>	<b>ANNEXE 6</b>
<b>Financement de la recherche pour les PME :</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Introduire plus de proportionnalité dans le régime d'incitation</li> </ul>	<i>Article 24.14 MiFID</i>	<b>ANNEXE 7</b>

## 1. PROTECTION DES INVESTISSEURS : METTRE EN ŒUVRE DES REGLES PLUS SIMPLES ET PLUS PROPORTIONNELLES

### ➤ *Vers une simplification du régime d'information sur les coûts et charges*

Le régime d'information sur les coûts et charges sous MIF2 est très complexe et génère un flux d'information d'utilité limité pour les clients, en particulier du *wholesale*. Dans ce contexte, l'AMAFI prône pour une simplification et une clarification du régime d'information sur les coûts et charges ([v. Annexe 1](#)).

Une solution serait de calibrer les règles en fonction du type de client et du type d'instrument. Le régime d'information sur les coûts et charges ne doit généralement pas s'appliquer aux contreparties éligibles et doit être adapté aux clients professionnels pour inclure notamment la possibilité d'utiliser une grille tarifaire. Par ailleurs, davantage de proportionnalité devrait être intégrée pour les clients *retail* en fonction du type d'instrument (produit packagé ou non). En effet, l'exécution d'ordres sur des produits simples ne devrait pas nécessiter les mêmes obligations d'informations en matière de coûts que celles liées à la vente de produits structurés.

#### PRIORITES HAUTES

Réintroduire plus de proportionnalité en fonction de la catégorisation du client (en particulier, allègements pour le *wholesale*) et de la typologie d'instruments financiers (*Considérants 103 & 104 MiFID & Articles 24.4 & 30.1 MiFID*).

Simplifier et clarifier le régime actuel (*Article 24.4 MiFID*).

L'AMAFI recommande également une simplification et une clarification du régime d'information sur les coûts : ce régime apparaît en effet être source de confusion chez les investisseurs, en particulier s'agissant de l'illustration de l'effet cumulé sur le rendement. Enfin, il semble qu'un rapprochement entre le régime d'information sur les coûts dans PRIIPs et MiF 2 soit nécessaire afin d'améliorer la lisibilité et la compréhension de l'information fournie aux investisseurs *retail*. Le meilleur moyen pour atteindre cet objectif serait de modifier la méthodologie de présentation des coûts du KID PRIIPs. Afin d'être cohérent avec MIF 2, il faudrait utiliser un indicateur de coûts présentant l'addition des coûts « bruts » qui serait ensuite additionné aux coûts de service.

### ➤ *Une approche plus proportionnée des règles de gouvernance produits*

L'AMAFI estime indispensable une approche introduisant davantage de proportionnalité, non seulement pour le *wholesale*, mais aussi en ce qui concerne l'application aux produits simples tels que les actions et obligations ordinaires des obligations en matière de gouvernance produit ([v. Annexe 2](#)).

La définition du « Distributeur » doit être modifiée afin de la circonscrire à celui qui commercialise effectivement un instrument financier.

**PRIORITES MOYENNES**

**Réintroduire plus de proportionnalité pour les instruments financiers simples** (Considérant 71 MiFID).

**Clarifier le concept de Distributeur pour exclure la distribution « passive » / « large »** (Recital 71 MiFID, Articles 16.3 & 24.2 MiFID).

**Exclure du champ de Gouvernance Produits les négociations entre contreparties éligibles** (Articles 16.3 & 24.2 & 30.1 MiFID)

L'incertitude juridique liée à la mise en œuvre des règles de gouvernance produits pour les actions et les obligations sur le marché primaire doit par ailleurs être prise en compte. Une entreprise d'investissement qui a conseillé des émetteurs sur le marché primaire ne doit pas être considérée comme un producteur.

Au vu des dysfonctionnements qui résultent de cet assujettissement, les obligations ordinaires ne devraient pas être soumises au Règlement PRIIPs.

Enfin, il est nécessaire de clarifier et simplifier les exigences visant à notifier les ventes en dehors du marché cible.

➤ **Autres sujets sur la protection des investisseurs**

**PRIORITES MOYENNES**

**Clarifier la définition de « détention de compte » et exclure les instruments financiers commercialisés à des seules fins de couverture** (Article 62 RD (UE) 2017/565).

**Clarifier que dès lors qu'un État Membre a mis en œuvre des mesures nationales équivalentes à celles publiées par l'ESMA et reconnues par cette dernière, les mesures de l'ESMA cessent de s'appliquer dans cet État membre** (Article 40 MiFIR).

D'autres sujets méritent également d'être traités pour lesquels l'AMAFI fait des propositions de modifications et notamment en ce qui concerne prioritairement la communication de l'information sur un support durable mais également l'alerte des clients de détail en cas de baisse de 10% ou les mesures d'intervention ESMA (v. [Annexe 3](#)).

## 2. EXONERER LES SUCCURSALES DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT DE L'UE-27 BASEES DANS UN PAYS TIERS DE LA DTO/STO ET DES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE

Dans un cadre réglementaire *post-Brexit*, il est probable que les DTO/STO britanniques diffèrent de celles prévues dans MiFIR et que les plateformes de négociation ne soient pas mutuellement reconnues par les autorités européennes et britanniques, créant un conflit de loi. L'AMAFI considère que les DTO/STO européennes ne doivent pas s'appliquer aux succursales des entreprises d'investissement de l'UE-27 situées en dehors de l'Union.

L'application de ces deux cadres réglementaires ne contribuerait pas à la protection des investisseurs ou à préserver l'intégrité des marchés financiers européens. Il apparaît donc préférable d'appliquer uniquement la règle locale.

Les succursales des EI de l'UE-27 font face à un désavantage compétitif vis-à-vis de leurs concurrents, en particulier aux US et en Asie puisque le régime de transparence européen est plus strict. Concernant la situation au Royaume-Uni, dans la perspective du *Brexit*, et avant même de considérer d'éventuels risques de divergences des règles qui auraient un impact néfaste sur la compétitivité des succursales d'entreprises d'investissement de l'UE-27 opérant au Royaume-Uni, il convient de souligner que l'imposition d'une double obligation de transparence dégraderait la qualité de la consolidation des données opérée par les vendeurs de données. L'AMAFI appelle donc à une exonération des obligations en matière de transparence pour les succursales situées dans les pays tiers afin qu'elles puissent rester compétitives (v. [Annexe 4](#)).

**PRIORITES HAUTES**

**Exonérer de la STO/DTO les succursales pays tiers des entreprises d'investissement de l'UE-27**

**Exonérer des obligations de transparence les succursales pays tiers des entreprises d'investissement de l'UE-27**

### 3. GARANTIR UN PRIX RAISONNABLE POUR LES DONNEES DE MARCHÉ

#### PRIORITE HAUTE

Rendre opérationnelle la notion de « base commerciale raisonnable » en prônant la simplification et l'harmonisation des grilles tarifaires, contrats et procédures d'audit des plateformes de négociation.

Les données de marché jouent un rôle central pour l'ensemble des acteurs de marché, puisqu'elles interviennent aussi bien dans les processus de décision d'investissement, que d'apport de liquidité et d'exécution d'ordres. Or, actuellement, les données de marché produites par chaque plateforme de négociation ne sont disponibles qu'auprès de cette dernière, et aux conditions tarifaires qu'elle impose.

Dans ce cadre, alors que MIF 2 requiert que les données de marché soient mises à disposition sur « *une base commerciale raisonnable* », il n'existe pas de mécanisme concret permettant d'assurer le respect de ce principe. L'observation sur les dix dernières années met d'ailleurs en évidence que le coût supporté par les différents acteurs de marché n'a cessé d'augmenter. Comparé aux Etats-Unis, le prix des données de marché est ainsi cinq fois supérieur en Europe<sup>3</sup>.

L'AMAFI recommande donc d'accroître la transparence de la méthodologie utilisée par les plateformes de négociation pour facturer leurs données (v. [Annexe 5](#)). Dans un premier temps, il revient aux plateformes de négociation en lien avec les acteurs de marché de mettre en place un ensemble de bonnes pratiques pour rendre les exigences de transparence plus efficaces. Si cela n'était pas le cas dans un délai raisonnable alors une solution pourrait être de demander à l'ESMA de créer un format standardisé pour les listes tarifaires relatives aux données de marché, permettant à leurs consommateurs de comparer les prix plus facilement et aux régulateurs de déterminer les situations dans lesquelles n'est pas assurée « *une base commerciale raisonnable* ».

### 4. SIMPLIFIER LE REGIME POUR LES DERIVES OTC ET LES DONNEES DE REFERENCE

Il existe des contraintes majeures liées à l'application du régime d'internalisation systématique aux instruments qui ne sont pas considérés comme traités sur une plateforme de négociation (non-TOTV) et à l'obligation de fournir des données de référence relatives aux instruments de ce type dont le sous-jacent est lui-même traité sur une telle plateforme (uTOTV).

En outre, l'attribution de codes ISIN aux instruments uTOTV crée des difficultés en matière de transparence, mais aussi d'efficacité et de coûts, tant pour les régulateurs que pour les entreprises d'investissement (v. [Annexe 6](#)).

Il est donc impératif de lever les contraintes et les pratiques qui freinent l'efficacité des dispositions de transparence en supprimant l'obligation faite aux entreprises d'investissement de renseigner des données de référence pour les instruments uTOTV tout en laissant une marge de liberté à celles qui, ayant adopté cette pratique, ne souhaitent pas procéder à de nouveaux développements coûteux et mobilisateurs en ressources humaines pour se libérer de cette contrainte.

#### PRIORITE HAUTE

Préciser que la décision d'être un internalisateur systématique pour des instruments non-TOTV ne peut l'être que volontairement (Article 4 MiFID, Article 27 MiFIR, Articles 1a & 3 DR (UE) 2017/585)

Supprimer l'obligation pour les entreprises d'investissement qui deviennent IS de fournir des données de référence et d'attribuer un code ISIN aux instruments uTOTV (Article 4 MiFID, Article 27 MiFIR, Articles 1a & 3 RD (UE) 2017/585)

<sup>3</sup> Copenhagen Economics, *Pricing of Market Data*, 28 November 2018.

## 5. INTRODUIRE PLUS DE PROPORTIONNALITE DANS LE REGIME D'INCITATION POUR LE FINANCEMENT DE LA RECHERCHE POUR PME

---

Le dispositif MIF 2 a profondément modifié le modèle économique d'analyse financière en interdisant le *bundling*, jusque-là largement utilisé. En conséquence, la recherche est désormais payée par des gestionnaires d'actifs sur leurs fonds propres et indépendamment des transactions qu'ils réalisent avec leurs *brokers*.

### PRIORITE HAUTE

**Introduire plus de proportionnalité dans le régime d'inducement pour financer la recherche sur les PME-ETI (Article 24.14 MiFID).**

Il existe un large consensus chez les émetteurs, les gestionnaires d'actifs et les fournisseurs de recherche pour considérer qu'en vertu de ces nouvelles règles, le montant total payé pour la recherche a déjà diminué dramatiquement et que cette réduction va se poursuivre dans les années qui viennent, avec un effet évident sur la diminution de l'offre de recherche.

Cette baisse de l'offre de recherche concerne en premier lieu les PME compte tenu de la faiblesse du modèle économique qui caractérise cette offre. Compte tenu des enjeux auxquels est confronté ce segment de marché, l'AMAFI considère urgent d'introduire au profit des PME davantage de proportionnalité dans le régime MIF 2 qui assujettit la fourniture de recherche aux règles sur les incitations ([v. Annexe 7](#)).



## ANNEXE 1

### MIF 2 REFIT – Protection des investisseurs Coûts et charges

---

#### PRIORITES ET PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS

- (1) **Réintroduire plus de proportionnalité en fonction de la catégorisation du client (en particulier, allègements pour le wholesale) et de la typologie d'instruments financiers**
  - V. modification des considérants 103 et 104 de la directive de niveau 1
  - V. modification des articles 24.4 et 30.1 de la directive de niveau 1
- (2) **Simplifier et clarifier le régime actuel**
  - V. modification de l'article 24.4 de la directive de niveau 1

MIF 2 (et notamment les articles 24.4 de MiFID II et 50 du RD MiFID II 2017/565) (« RD MiFID II ») impose aux PSI d'informer tous les investisseurs, en temps utiles, sur les coûts et frais liés aux services rendus et, le cas échéant, aux produits commercialisés ou recommandés. Une estimation de ces coûts attendus doit être fournie au client en amont de la transaction ou de la fourniture du service (information *ex-ante*), cette estimation devant être complétée par une information sur les coûts réellement supportés par le client et fournie, *a minima*, annuellement dès lors que certaines conditions sont remplies (information *ex-post*).

L'AMAFI soutient pleinement cette nouvelle obligation d'informer les investisseurs, et plus particulièrement les investisseurs de détail, sur les coûts et frais supportés, qu'elle considère comme absolument essentielle pour la protection des investisseurs. Néanmoins, telle qu'elle est actuellement rédigée, cette obligation est difficile à appréhender compte-tenu de la complexité causée par le nombre de paramètres à prendre en compte pour identifier l'obligation applicable à chaque situation, ne prend pas suffisamment en compte le principe de proportionnalité sous-jacent à MIF 2 et les degrés d'expertise très hétérogènes entre les contreparties éligibles, les clients professionnels et les investisseurs de détail.

Cette obligation, qui a été compliquée à mettre en œuvre pour les PSI et qui n'est toujours pas stabilisée comme le prouvent les publications récentes de questions-réponses de l'ESMA, constitue l'un des sujets prioritaires de révision s'agissant de la protection des investisseurs.

#### 1. PROPORTIONNALITE

---

Les actuelles obligations d'information sur les coûts et frais sont applicables à l'ensemble des typologies de clients (avec une souplesse très limitée pour les clients professionnels et les contreparties éligibles : « l'application limitée ») sans différenciation en fonction du service fourni ou du produit sous-jacent.

Or, afin de garantir une protection efficace des différentes catégories de clients sans pour autant imposer aux PSI des obligations sans valeur ajoutée, il paraît pertinent d'introduire une plus grande proportionnalité dans la mise en œuvre de ces obligations d'information *ex-ante* et *ex-post* sur les coûts et frais.

S'agissant de l'obligation d'information *ex-ante*, comme la pratique le démontre, celle-ci n'est pas pertinente pour les contreparties éligibles qui ont l'expertise et les ressources nécessaires pour prendre leurs décisions (comme mettre en concurrence plusieurs PSI au moins du passage d'un ordre afin d'obtenir le meilleur prix possible).

Pour les clients professionnels et les investisseurs de détail, il semble pertinent d'introduire une plus grande proportionnalité dans la mise en œuvre de l'obligation en fonction de la complexité du produit et de la typologie de clientèle. En effet, une information communiquée par transaction semble pertinente lorsque le produit est complexe et que l'investisseur est non professionnel mais est disproportionnée lorsque le produit est très simple (les coûts étant sensiblement les mêmes d'une transaction à l'autre) et/ou que le client est professionnel. Dans cette dernière situation, une information fournie par l'intermédiaire d'une grille tarifaire, et non pas transaction par transaction, permettrait de répondre à cette logique de transparence proportionnée.

S'agissant de l'obligation d'information *ex-post*, celle-ci n'est pas pertinente pour les contreparties éligibles qui ont les connaissances suffisantes pour estimer d'elles-mêmes les coûts et frais qui leurs sont facturés par leurs différents PSI. Ainsi, il conviendrait de restreindre l'obligation d'information *ex-post* aux seuls investisseurs professionnels et non-professionnels qui sont en « relation continue » avec le PSI.

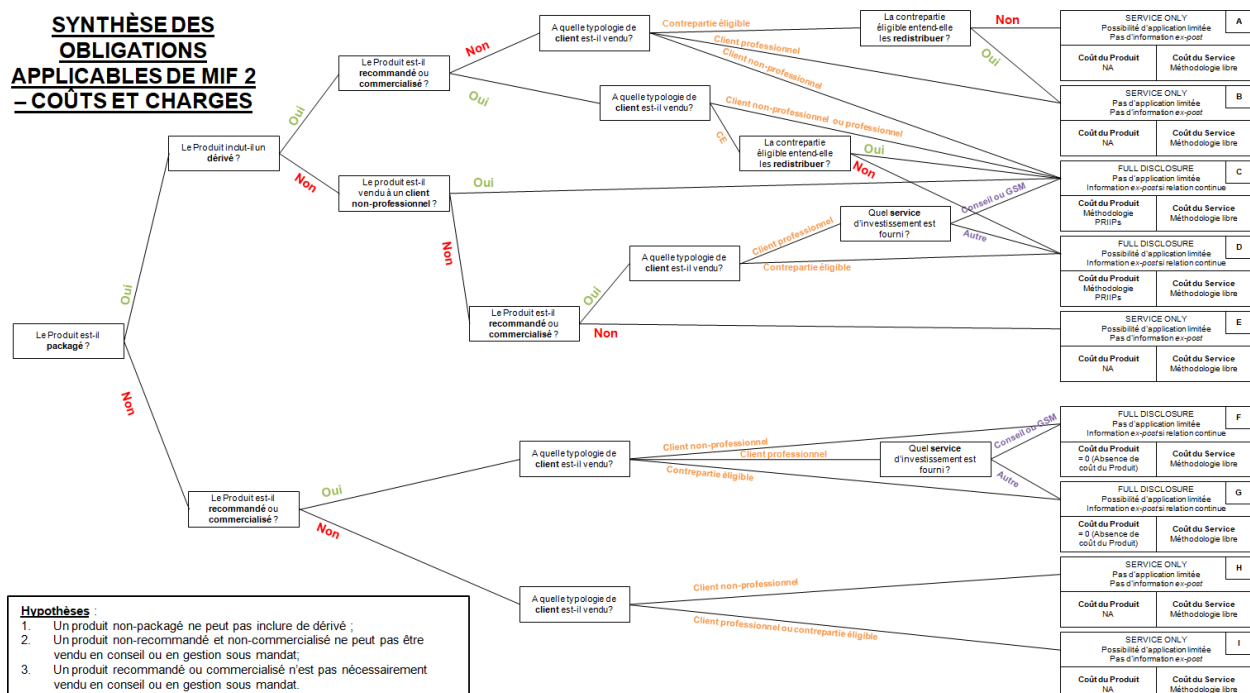
Compte-tenu du retour d'expérience sur le sujet, il apparaît également important de venir clarifier cette notion en limitant son champ aux seuls services d'investissement réellement « continus » : conseil en continu (fourniture d'un rapport périodique d'évaluation de l'adéquation), gestion de portefeuille et tenue de compte conservation.

## 2. SIMPLIFICATION ET CLARIFICATION DU REGIME D'INFORMATION SUR LES COÛTS

Tel qu'il est actuellement rédigé, l'article 50 du RD MiFID II est difficilement compréhensible car il nécessite d'articuler plusieurs régimes qui ne sont pas superposables :

1. l'information *ex-ante* : totale (i.e. coûts de services et coûts de produits) ou uniquement coûts de service ;
2. l'information *ex-post* ; et
3. l'application limitée.

Comme illustré dans le schéma ci-dessous cela revient à devoir différencier 9 situations ce qui semble peu aisé à mettre en œuvre et disproportionné compte-tenu des objectifs visés.





Il semble alors opportun de simplifier ce dispositif tant pour l'information *ex-ante* que pour l'information *ex-post*.

Pour l'information *ex-ante*, l'AMAFI propose de distinguer deux régimes :

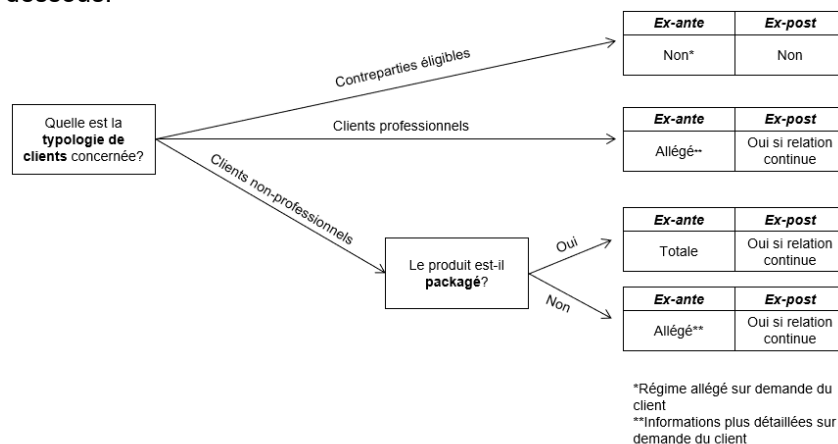
- **Régime « total »** : communication des informations sur les coûts de produit et les coûts de service transaction par transaction ;
- **Régime « allégé »** : communication de l'information uniquement sur les coûts de service par le biais d'une grille tarifaire. Déclinés par classe d'actifs, les montants indiqués dans ladite grille peuvent être des montants fixes ou, le cas échéant, des fourchettes ou des montants maximum (à condition que ces derniers reflètent au plus près la réalité économique des coûts). Cette grille, suffisamment granulaire en fonction des activités du PSI, doit être communiquée au moment de l'entrée en relation ou de la conclusion de la première opération. Elle est mise à jour *a minima* annuellement.

Ces régimes seraient applicables en fonction des typologies de clients, de produits et de services concernés par la transaction :

- **Contrepartie éligible** : absence de communication d'information sur les coûts et frais, à moins que la contrepartie éligible n'en fasse la demande auquel cas des informations lui seraient communiquées selon le régime allégé ;
- **Clients professionnels** : communication des coûts selon le régime allégé. Lorsque le client professionnel en fait la demande, des informations plus détaillées lui seront communiquées.
- **Clients non-professionnels** :
  - o **Régime total** : lorsque le produit est un produit packagé au sens du règlement PRIIPs<sup>4</sup>, quelque soit le service fourni ;
  - o **Régime allégé** : lorsque le produit n'est pas un produit packagé au sens du règlement PRIIPs, quel que soit le service fourni, à moins que le client non-professionnel demande que des informations plus détaillées lui soient communiquées.

Comme développé ci-avant, l'information *ex-post* serait, elle, communiquée aux clients professionnels et non-professionnels qui ont été, au cours de l'année écoulée, en « relation continue » avec le PSI.

Cette proposition de simplification, qui reviendrait à différencier 4 situations (contre 9 actuellement), est illustrée dans le schéma ci-dessous.



<sup>4</sup> Un investissement, y compris les instruments émis par les véhicules de titrisation définis à l'article 13, point 26), de la directive 2009/138/CE et les structures de titrisation ad hoc définies à l'article 4, paragraphe 1, point an), de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil, quelle que soit sa forme juridique, pour lequel le montant remboursable à l'investisseur est soumis à des fluctuations parce qu'il dépend de valeurs de référence ou des performances d'un ou de plusieurs actifs que l'investisseur de détail n'achète pas directement.

### 3. LA CONFUSION APPOREE PAR LA NOTION « D'EFFET CUMULE SUR LE RENDEMENT »

---

L'actuel article 50.10 du RD MiFID II 2017/565 requiert que les PSI fournissent à leurs clients une illustration de l'effet cumulé sur le rendement. La pratique montre que cette notion d'effet cumulé sur le rendement (également utilisée dans l'actuel KID PRIIPs) est difficilement compréhensible pour les investisseurs, notamment pour les investisseurs de détail.

Conformément aux discussions actuelles à l'échelle européenne sur la remise en cause de cet effet cumulé sur le rendement des KID PRIIPs, il paraît opportun de supprimer cette obligation de MIF 2, celle-ci apportant plus de confusion que de transparence aux investisseurs de détail.

### 4. METHODOLOGIE DE CALCUL DES COÛTS DU PRODUIT

---

Importer dans MIF 2, pour le calcul des coûts de tous les instruments financiers, la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs semble inadaptée. En effet, alors qu'il paraît cohérent de permettre aux PSI d'utiliser l'information sur les coûts contenue dans les KIDs PRIIPs pour communiquer l'information sur les coûts de produit due au titre de MIF 2 lorsque celui-ci est dans le champ d'application de PRIIPs (produit packagé mis à disposition d'investisseurs de détail), il n'apparaît en revanche pas acceptable d'obliger les PSI à utiliser la méthodologie de calcul définie dans PRIIPs lorsque la transaction n'entre pas dans le champ de cette réglementation. En effet, MIF 2 ne doit pas faire entrer dans le champ d'application de PRIIPs des produits et/ou des transactions qui n'y étaient pas inclus initialement.

Par ailleurs, pour les situations couvertes à la fois par PRIIPs et MIF 2, il conviendrait de modifier la méthodologie de présentation des coûts du KID PRIIPs pour utiliser un indicateur de coûts présentant l'addition des coûts « bruts » (méthode TER – *Total Expense Ratio*) qui permet ensuite d'être additionné aux coûts de service. En effet, la méthodologie actuelle du KID PRIIPs, de l'impact sur le rendement (méthode RiY – *Reduction in Yield*) ne permet pas aujourd'hui de communiquer à l'investisseur des chiffres cohérents entre ceux du KID PRIIPs et ceux dus au titre MIF 2 (v. [AMAFI /19-54 « AMAFI Position on PRIIPs KID revision »](#)).

### 5. MODALITES DE FOURNITURE

---

#### ➤ *Communication de l'information sur un support durable*

Les contraintes techniques relatives à la fourniture d'une information sur support durable dans le cadre de relations dématérialisées créent des difficultés logistiques importantes. De plus, alors que la réactivité du PSI est un élément clé pour le client, les délais nécessaires à la fourniture d'informations détaillées avant de pouvoir exécuter/transmettre son ordre peuvent avoir un impact négatif sur la qualité d'exécution. Ces conséquences négatives ne sont pas prises en compte de manière satisfaisante dans les textes. Il semble de surcroît que l'obligation d'obtenir l'accord du client dans les conditions prévues à l'article 3 du RD MiFID II pour lui fournir ces informations sur un support durable autre que le papier ne correspond pas aux objectifs affichés par les autorités tant européennes que françaises pour favoriser une économie durable et la réduction de l'emploi du papier, et devraient donc être modifiées pour favoriser le recours à des supports durables dématérialisés.

#### ➤ *Cas particulier des ordres passés par téléphone*

La lecture combinée des articles 46.3 et 50 du RD MiFID II 2017/565 impose aux PSI de fournir les informations *ex-ante* en amont de la transaction et sur un support durable. Or, dans le cadre de la fourniture d'un service d'exécution par téléphone, cette communication en amont sur un support durable impose de retarder l'exécution de la transaction ce qui n'est pas compatible avec les obligations de meilleure exécution.

Pour ce faire une exception à l'obligation de fournir l'information sur un support durable en amont de la transaction devrait être accordée. Celle-ci pourrait consister en la fourniture de l'information par téléphone au moment du passage de la transaction, suivie de l'envoi, sur un support durable, des informations communiquées au client<sup>5</sup>.

## PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE

### TEXTE DE NIVEAU 1

Directive 2014/65/UE	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Considérant 103</i></p> <p>Aux fins de la présente directive, les contreparties éligibles devraient être considérées comme agissant en qualité de clients.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Considérant 103</i></p> <p>Aux fins de la présente directive, les contreparties éligibles devraient être considérées comme agissant en qualité de clients <b><u>sauf dans la mesure où cela serait manifestement disproportionné eu égard de leur niveau de sophistication et a fortiori dès lors qu'elles auraient souhaité renoncer aux protections afférentes à leur qualité de client prévues par la présente directive.</u></b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Considérant 104</i></p> <p>La crise financière a montré que la capacité des clients professionnels à apprécier le risque lié à leurs investissements avait ses limites. S'il est nécessaire de réaffirmer que les règles de conduite devraient être mises en œuvre en ce qui concerne les investisseurs qui ont le plus besoin d'être protégés, il y a également lieu de mieux calibrer les exigences applicables aux différentes catégories de clients. À cette fin, il convient d'étendre certaines exigences d'information et de communication aux relations avec les contreparties éligibles. En particulier, ces exigences devraient porter sur la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients ainsi que sur les obligations d'information et de communication concernant les transactions et les instruments financiers plus complexes. Afin de mieux définir la classification des municipalités et</p>	<p style="text-align: center;"><i>Considérant 104</i></p> <p>La crise financière a montré que la capacité des clients professionnels à apprécier le risque lié à leurs investissements avait ses limites. S'il est nécessaire de réaffirmer que les règles de conduite devraient être mises en œuvre en ce qui concerne les investisseurs qui ont le plus besoin d'être protégés, il y a également lieu de mieux calibrer les exigences applicables aux différentes catégories de clients. À cette fin, il convient d'étendre certaines exigences d'information et de communication aux relations avec <b><u>en premier lieu les clients professionnels, voire, le cas échéant,</u></b> les contreparties éligibles. En particulier, ces exigences devraient porter sur la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients ainsi que sur les obligations d'information et de communication concernant les transactions et les instruments financiers plus complexes. <b><u>A</u></b></p>

<sup>5</sup> Cette exception est déjà accordée :

- pour la remise de la déclaration d'adéquation MIF 2 lorsque l'ordre « *est conclu en utilisant un moyen de communication à distance qui ne permet pas la transmission préalable de la déclaration d'adéquation* » (*MiFID II, art. 26.6*).
- pour la remise des KID PRIIPs lorsque le service d'investissement est fourni par téléphone et que le KID ne peut être remis au client en amont de la fourniture du service (*PRIIPs, art. 13*).

<p>des pouvoirs publics locaux, il convient de les exclure de façon explicite de la liste des contreparties éligibles et des clients considérés comme des professionnels, tout en leur permettant de solliciter un traitement en tant que clients professionnels.</p>	<p><b><u>contrario, cette extension n'a pas lieu d'être pour les instruments financiers les plus simples.</u></b> Afin de mieux définir la classification des municipalités et des pouvoirs publics locaux, il convient de les exclure de façon explicite de la liste des contreparties éligibles et des clients considérés comme des professionnels, tout en leur permettant de solliciter un traitement en tant que clients professionnels.</p>
<p style="text-align: center;"><i>Article 24</i></p> <p><b>Principes généraux et information des clients</b></p> <p>4. Les informations relatives à l'ensemble des coûts et frais, y compris les coûts et frais liés au service d'investissement et à l'instrument financier, qui ne sont pas causés par la survenance d'un risque du marché sous-jacent, sont totalisées afin de permettre au client de saisir le coût total et, si le client le demande une ventilation par poste est fournie. Le cas échéant ces informations sont fournies au client régulièrement, au minimum chaque année, pendant la durée de vie de l'investissement.</p> <p>[...]</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 24</i></p> <p><b>Principes généraux et information des clients</b></p> <p>4. <b><u>En fonction des situations,</u></b> <del>Les</del> informations relatives à l'ensemble des coûts et frais, y compris les coûts et frais liés au service d'investissement, <b><u>voir</u></b> et à l'instrument financier, qui ne sont pas causés par la survenance d'un risque du marché sous-jacent, sont totalisées afin de permettre au client de saisir le coût total, <del>ainsi que l'effet cumulé sur le retour sur investissement,</del> et, si le client le demande une <b><u>information plus précise, par exemple une</u></b> ventilation par poste <b><u>lui</u></b> est fournie. Le cas échéant, <b><u>lorsqu'un service d'investissement dit continu est fourni au client,</u></b> ces informations sont fournies au client régulièrement, au minimum chaque année, pendant la durée de vie de l'investissement.</p> <p>[...]</p>
<p style="text-align: center;"><i>Article 30</i></p> <p><b>Transactions avec des contreparties éligibles</b></p> <p>1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement agréées pour exécuter des ordres au nom de clients et/ou pour négocier pour compte propre et/ou pour recevoir et transmettre des ordres puissent susciter des transactions entre des contreparties éligibles ou conclure des transactions avec ces contreparties sans devoir se conformer aux obligations prévues à l'article 24, à l'exception des paragraphes 4 et 5, à l'article 25, à l'exception du paragraphe 6, à l'article 27 et à l'article 28, paragraphe 1, en ce qui concerne lesdites transactions ou tout service auxiliaire directement lié à ces transactions.</p> <p>[...]</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 30</i></p> <p><b>Transactions avec des contreparties éligibles</b></p> <p>1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement agréées pour exécuter des ordres au nom de clients et/ou pour négocier pour compte propre et/ou pour recevoir et transmettre des ordres puissent susciter des transactions entre des contreparties éligibles ou conclure des transactions avec ces contreparties sans devoir se conformer aux obligations prévues à l'article 24, à l'exception des paragraphes 4 <b><u>a)</u></b> et <b><u>b)</u></b> et 5, à l'article 25, à l'exception du paragraphe 6, à l'article 27 et à l'article 28, paragraphe 1, en ce qui concerne lesdites transactions ou tout service auxiliaire directement lié à ces transactions.</p>

	<p><u>Les entreprises d'investissement sont tenues d'appliquer les obligations prévues à l'article 24 paragraphes 4 c) et 5 lorsque les contreparties éligibles en font la demande.</u></p> <p>[...]</p>
--	--

## TEXTE DE NIVEAU 2

Règlement délégué 2017/565	Amendement AMAFI
<p>N/A</p> <p><i>Article 2</i> <b>Définitions</b></p>	<p>[...]</p> <p><b>7) « instruments financiers packagés » : un investissement, y compris les instruments émis par les véhicules de titrisation définis à l'article 13, point 26), de la directive 2009/138/CE et les structures de titrisation ad hoc définies à l'article 4, paragraphe 1, point an), de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil ( 2 ), quelle que soit sa forme juridique, pour lequel le montant remboursable à l'investisseur est soumis à des fluctuations parce qu'il dépend de valeurs de référence ou des performances d'un ou de plusieurs actifs que l'investisseur de détail n'achète pas directement.</b></p> <p>[...]</p>
<p>[...]</p> <p><i>Article 3</i> <b>Conditions applicables à la fourniture d'informations</b></p> <p>2. Lorsque, en vertu de l'article 46, 47, 48, 49 ou 50 ou de l'article 66, paragraphe 3, du présent règlement, des entreprises d'investissement fournissent des informations à un client au moyen d'un site web et que ces informations ne sont pas adressées personnellement au client, les entreprises d'investissement</p>	<p>[...]</p> <p><i>Article 3</i> <b>Conditions applicables à la fourniture d'informations</b></p> <p>2. Lorsque, en vertu de l'article 46, 47, 48, 49 ou 50 ou de l'article 66, paragraphe 3, du présent règlement, des entreprises d'investissement fournissent des informations à un client au moyen d'un site web et que ces informations ne sont pas adressées personnellement au client, les entreprises d'investissement</p>

<p>veillent à ce que les conditions suivantes soient respectées:</p> <p>a) la fourniture de ces informations par ce moyen est adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre l'entreprise et le client;</p> <p>b) le client doit consentir formellement à la fourniture de ces informations sous cette forme;</p> <p>c) le client doit se voir notifier par voie électronique l'adresse du site web et l'endroit du site web où il peut avoir accès à ces informations;</p> <p>d) les informations doivent être à jour;</p> <p>e) les informations doivent être accessibles de manière continue via le site web pendant le laps de temps qui est raisonnablement nécessaire au client pour les examiner.</p> <p>[...]</p>	<p>veillent à ce que les conditions suivantes soient respectées:</p> <p>a) la fourniture de ces informations par ce moyen est adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre l'entreprise et le client;</p> <p>b) le client doit consentir formellement à la fourniture de ces informations sous cette forme, <b><u>à l'exception des informations à fournir en application de l'article 50 du présent règlement pour lesquelles, après avoir été informé de la possibilité de se voir adresser les informations sur un support papier, le client ne les recevra sous cette forme que s'il en fait formellement la demande;</u></b></p> <p>c) le client doit se voir notifier par voie électronique l'adresse du site web et l'endroit du site web où il peut avoir accès à ces informations;</p> <p>d) les informations doivent être à jour;</p> <p>e) les informations doivent être accessibles de manière continue via le site web pendant le laps de temps qui est raisonnablement nécessaire au client pour les examiner.</p> <p>[...]</p>
<p style="text-align: center;"><i>Article 50</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Informations sur les coûts et les frais liés</b></p> <p>1. Aux fins de la communication d'information aux sur tous les coûts et frais en vertu de l'article 24, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE, les entreprises d'investissement respectent les exigences des paragraphes 2 à 10.</p> <p>Sans préjudice des obligations visées à l'article 24, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE, les entreprises d'investissement qui fournissent des services d'investissement à des clients professionnels peuvent convenir avec ces clients de limiter l'application des obligations fixées dans le présent article. Les entreprises d'investissement ne sont pas autorisées à convenir d'une telle limitation lorsque sont fournis des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille ou lorsque, indépendamment du service d'investissement fourni, les instruments</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 50</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Informations sur les coûts et les frais liés</b></p> <p>1. Aux fins de la communication d'information aux <b><u>clients de détail et aux clients professionnels</u></b> sur tous les coûts et frais en vertu de l'article 24, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE, les entreprises d'investissement respectent les exigences des paragraphes 2 à 10.</p> <p><del>Sans préjudice des obligations visées à l'article 24, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE, les entreprises d'investissement qui fournissent des services d'investissement à des clients professionnels peuvent convenir avec ces clients de limiter l'application des obligations fixées dans le présent article. Les entreprises d'investissement ne sont pas autorisées à convenir d'une telle limitation lorsque sont fournis des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille ou lorsque, indépendamment du service d'investissement fourni, les instruments</del></p>

financiers concernés comportent un instrument dérivé.

Sans préjudice des obligations visées à l'article 24, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE, les entreprises d'investissement qui fournissent des services d'investissement à des contreparties éligibles peuvent convenir de limiter l'application des exigences du présent article, excepté lorsque, indépendamment du service d'investissement fourni, les instruments financiers concernés comportent un instrument dérivé et que la contrepartie éligible entend les proposer à ses clients.

2. En ce qui concerne la divulgation ex-ante et ex-post aux clients d'informations relatives aux coûts et frais, les entreprises d'investissement agrègent les sommes suivantes:

a) l'ensemble des coûts et frais liés facturés par l'entreprise d'investissement ou d'autres parties lorsque le client a été adressé à ces autres parties, pour le ou les services d'investissement et/ou des services auxiliaires fournis au client; et

b) l'ensemble des coûts et frais liés associés à la production et à la gestion des instruments financiers.

~~financiers concernés comportent un instrument dérivé.~~

~~Sans préjudice des obligations visées à l'article 24, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE, les entreprises d'investissement qui fournissent des services d'investissement à des contreparties éligibles peuvent convenir de limiter l'application des exigences du présent article, excepté lorsque, indépendamment du service d'investissement fourni, les instruments financiers concernés comportent un instrument dérivé et que la contrepartie éligible entend les proposer à ses clients.~~

**Lorsqu'elles fournissent des services d'investissement aux clients de détail, les entreprises d'investissement se conforment aux obligations du paragraphe 2, à moins que les instruments financiers concernés ne soient pas des instruments financiers packagés. Dans cette dernière situation, les entreprises d'investissement se conforment aux obligations du paragraphe 3 à moins que le client de détail demande d'obtenir des informations plus détaillées.**

**Lorsqu'elles fournissent des services d'investissement aux clients professionnels, les entreprises d'investissement se conforment aux obligations du paragraphe 3, à moins que le client professionnel leur demande d'obtenir des informations plus détaillées.**

**Lorsqu'en application de l'article 30.1 de MiFID II, une contrepartie éligible souhaite recevoir l'information sur les coûts et frais, les entreprises d'investissement se conforment aux obligations du paragraphe 3.**

2. En ce qui concerne la divulgation ex-ante et ex-post aux clients d'informations relatives aux coûts et frais, les entreprises d'investissement agrègent les sommes suivantes:

a) l'ensemble des coûts et frais liés facturés par l'entreprise d'investissement ou d'autres parties lorsque le client a été adressé à ces autres parties, pour le ou les services d'investissement et/ou des services auxiliaires fournis au client; et

b) l'ensemble des coûts et frais liés associés à la production et à la gestion des instruments financiers.

Les frais mentionnés aux points a) et b) sont répertoriés à l'annexe II du présent règlement. Aux fins du point a), les paiements provenant de tiers reçus par les entreprises d'investissement en rapport avec le service d'investissement fourni à un client sont présentés séparément et les coûts et frais agrégés sont cumulés et exprimés en montant absolu et en pourcentage.

Lorsqu'une partie du total des coûts et frais mentionné doit être payée ou est exprimée en monnaie étrangère, les entreprises d'investissement indiquent la monnaie concernée et les taux et frais de change applicables. Les entreprises d'investissement informent également des modalités de paiement et des autres opérations.

3. Les entreprises d'investissement qui ne recommandent pas d'instrument financier au client ni n'en commercialisent auprès de celui-ci, ou qui ne sont pas tenues de lui fournir des informations clés pour l'investisseur ou un document d'informations clés en application de la législation de l'Union, informent leurs clients de l'ensemble des coûts et frais relatifs aux services d'investissement et/ou auxiliaires fournis.

4. En ce qui concerne la divulgation des coûts et frais liés aux produits qui ne sont pas inclus dans les informations clés pour l'investisseur d'un OPCVM, les entreprises d'investissement

Les frais mentionnés aux points a) et b) sont répertoriés à l'annexe II du présent règlement. Aux fins du point a), les paiements provenant de tiers reçus par les entreprises d'investissement en rapport avec le service d'investissement fourni à un client sont présentés séparément et les coûts et frais agrégés sont cumulés et exprimés en montant absolu et en pourcentage.

Lorsqu'une partie du total des coûts et frais mentionné doit être payée ou est exprimée en monnaie étrangère, les entreprises d'investissement indiquent la monnaie concernée et les taux et frais de change applicables. Les entreprises d'investissement informent également des modalités de paiement et des autres opérations.

3. **Dans les conditions prévues au paragraphe 1,** Les entreprises d'investissement qui ne recommandent pas d'instrument financier au client ni n'en commercialisent auprès de celui-ci, ou qui ne sont pas tenues de lui fournir des informations clés pour l'investisseur ou un document d'informations clés en application de la législation de l'Union, informent leurs clients de l'ensemble des coûts et frais relatifs aux **seuls** services d'investissement et/ou auxiliaires fournis.

**Cette information peut être communiquée aux clients, au moment de l'entrée en relation ou de la conclusion de la première opération, par l'intermédiaire de grilles tarifaires par classe d'actifs, suffisamment granulaires en fonction des activités de l'entreprise d'investissement.**

**Ces grilles tarifaires doivent être mises à jour régulièrement et, a minima, annuellement. Les chiffres renseignés dans cette grille correspondent aux meilleures estimations possibles des coûts et peuvent, selon les cas, correspondre aux coûts et frais maximum encourus par le client à condition toutefois qu'ils soient aussi proches que possible des coûts réels qui seront supportés par le client.**

4. En ce qui concerne la divulgation des coûts et frais liés aux produits qui ne sont pas inclus dans les informations clés pour l'investisseur d'un OPCVM, les entreprises d'investissement



<p>calculent et communiquent ces coûts, par exemple en entrant en contact avec le gestionnaire de l'OPCVM pour obtenir les informations voulues.</p> <p>5. L'obligation de fournir en temps voulu des informations ex-ante complète relatives aux coûts et frais agrégés associés à l'instrument financier et au service d'investissement ou auxiliaire fourni s'applique aux entreprises d'investissement dans les situations suivantes:</p> <p>a) lorsque l'entreprise d'investissement recommande des instruments financiers aux clients ou les commercialise auprès de clients; ou</p> <p>b) lorsque l'entreprise d'investissement fournissant un service d'investissement est tenue de communiquer aux clients les informations clés pour l'investisseur d'un OPCVM ou le document d'informations clés d'un produit d'investissement packagé de détail et fondé sur l'assurance en lien avec les instruments financiers concernés, conformément à la législation pertinente de l'Union.</p> <p>6. Lorsque plusieurs entreprises d'investissement fournissent des services d'investissement ou auxiliaires au client, chacune communique les informations sur les coûts des services d'investissement ou auxiliaires qu'elle fournit. Une entreprise d'investissement qui recommande à ses clients ou commercialise auprès de ceux-ci les services fournis par une autre entreprise agrège les coûts et frais de ses services avec ceux des services fournis par l'autre entreprise. Une entreprise d'investissement tient également compte des coûts et frais associés à la fourniture d'autres services d'investissement ou auxiliaires par d'autres entreprises lorsqu'elle a adressé le client à ces autres entreprises.</p> <p>7. Lorsqu'elles calculent les coûts et frais sur une base ex-ante, les entreprises d'investissement se fondent sur les coûts réellement supportés pour déterminer les coûts et frais attendus. Lorsque les coûts réels ne sont pas disponibles, l'entreprise d'investissement en effectue une estimation raisonnable. Les entreprises d'investissement examinent les hypothèses ex-ante en fonction de</p>	<p>calculent et communiquent ces coûts, par exemple en entrant en contact avec le gestionnaire de l'OPCVM pour obtenir les informations voulues.</p> <p><del>5. L'obligation de fournir en temps voulu des informations ex-ante complète relatives aux coûts et frais agrégés associés à l'instrument financier et au service d'investissement ou auxiliaire fourni s'applique aux entreprises d'investissement dans les situations suivantes:</del></p> <p><del>a) lorsque l'entreprise d'investissement recommande des instruments financiers aux clients ou les commercialise auprès de clients; ou</del></p> <p><del>b) lorsque l'entreprise d'investissement fournissant un service d'investissement est tenue de communiquer aux clients les informations clés pour l'investisseur d'un OPCVM ou le document d'informations clés d'un produit d'investissement packagé de détail et fondé sur l'assurance en lien avec les instruments financiers concernés, conformément à la législation pertinente de l'Union.</del></p> <p>6. Lorsque plusieurs entreprises d'investissement fournissent des services d'investissement ou auxiliaires au client, chacune communique les informations sur les coûts des services d'investissement ou auxiliaires qu'elle fournit. Une entreprise d'investissement qui recommande à ses clients ou commercialise auprès de ceux-ci les services fournis par une autre entreprise agrège les coûts et frais de ses services avec ceux des services fournis par l'autre entreprise. Une entreprise d'investissement tient également compte des coûts et frais associés à la fourniture d'autres services d'investissement ou auxiliaires par d'autres entreprises lorsqu'elle a adressé le client à ces autres entreprises.</p> <p>7. Lorsqu'elles calculent les coûts et frais sur une base ex-ante, les entreprises d'investissement se fondent sur les coûts réellement supportés pour déterminer les coûts et frais attendus. Lorsque les coûts réels ne sont pas disponibles, l'entreprise d'investissement en effectue une estimation raisonnable. Les entreprises d'investissement examinent les hypothèses ex-ante en fonction de</p>
--	---

l'expérience ex-post et ajustent ces hypothèses, si nécessaire.

8. Les entreprises d'investissement fournissent des informations ex-post annuelles sur l'ensemble des coûts et frais associés aux instruments financiers et aux services d'investissement et auxiliaires lorsqu'elles ont recommandé ou commercialisé ces instruments financiers ou lorsqu'elles ont fourni au client des informations clés pour l'investisseur ou un document d'informations clés en lien avec le ou les instruments financiers et ont, ou ont eu, une relation continue avec le client au cours de l'année. Ces informations sont basées sur les coûts supportés et sont fournies sur une base personnalisée.

Les entreprises d'investissement peuvent choisir de fournir aux clients ces informations agrégées sur les coûts et frais des services d'investissement et des instruments financiers ensemble avec tout rapport périodique aux clients existant.

9. Les entreprises d'investissement fournissent à leurs clients une illustration présentant l'effet cumulatif des coûts sur le rendement lorsqu'elles fournissent des services d'investissement. Une telle illustration est communiquée sur une base ex-ante et sur une base ex-post. Les entreprises d'investissement veillent à ce que l'illustration respecte les exigences suivantes:

a) l'illustration montre l'effet de l'ensemble des coûts et frais sur le rendement de l'investissement;

l'expérience ex-post et ajustent ces hypothèses, si nécessaire.

8. Les entreprises d'investissement fournissent **aux clients de détail et aux clients professionnels** des informations ex-post annuelles sur l'ensemble des coûts et frais associés aux instruments financiers et aux services d'investissement et auxiliaires lorsqu'elles ont recommandé ou commercialisé ces instruments financiers ou lorsqu'elles ont fourni au client des informations clés pour l'investisseur ou un document d'informations clés en lien avec le ou les instruments financiers et ont, ou ont eu, une relation continue avec le client au cours de l'année. Ces informations sont basées sur les coûts supportés et sont fournies sur une base personnalisée.

Les entreprises d'investissement peuvent choisir de fournir aux clients ces informations agrégées sur les coûts et frais des services d'investissement et des instruments financiers ensemble avec tout rapport périodique aux clients existant.

**Une entreprise d'investissement est considérée comme étant en relation continue avec son client lorsqu'elle fournit à celui-ci le service de tenue de compte conservation mentionné au 1 de la section B de l'Annexe I de la directive 2014/65/UE, le service de gestion de portefeuille mentionné au 4 de la section A de l'Annexe I de la directive 2014/65/UE ou un service qui implique de mener périodiquement des évaluations de l'adéquation au sens de l'article 24, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE et de l'article 52 du présent règlement.**

9. Les entreprises d'investissement fournissent à leurs clients une illustration présentant l'effet cumulatif des coûts sur le rendement lorsqu'elles fournissent des services d'investissement. Une telle illustration est communiquée sur une base ex-ante et sur une base ex-post. Les entreprises d'investissement veillent à ce que l'illustration respecte les exigences suivantes:

a) l'illustration montre l'effet de l'ensemble des coûts et frais sur le rendement de l'investissement;

<p>b) l'illustration montre tout pic ou toute fluctuation attendu des coûts; et</p> <p>c) l'illustration s'accompagne d'une description de l'illustration.</p>	<p><del>b) l'illustration montre tout pic ou toute fluctuation attendu des coûts; et</del></p> <p><del>c) l'illustration s'accompagne d'une description de l'illustration.</del></p> <p><b>10. <u>Par dérogation au paragraphe 2, et sans préjudice de l'article 3, paragraphe 1, de l'article 3, paragraphe 3, point a), et de l'article 6 de la directive 2002/65/CE, une entreprise d'investissement peut fournir les informations sur les coûts et frais à l'investisseur de détail après la fourniture du service, sans retard injustifié, si toutes les conditions suivantes sont remplies:</u></b></p> <p><b><u>a) l'investisseur de détail choisit, de sa propre initiative, de contacter l'entreprise d'investissement et de conclure la transaction par un moyen de communication à distance;</u></b></p> <p><b><u>b) la fourniture des informations ex-ante sur les coûts et frais conformément au paragraphe 5 du présent article n'est pas possible;</u></b></p> <p><b><u>c) l'entreprise d'investissement a informé l'investisseur de détail du fait qu'il n'était pas possible de fournir les informations ex-ante sur les coûts et frais et a clairement indiqué que l'investisseur de détail pouvait retarder la fourniture du service afin de recevoir ces informations et d'en prendre connaissance avant la fourniture du service;</u></b></p> <p><b><u>d) l'investisseur de détail consent à recevoir les informations ex-ante sur les coûts et frais sans retard injustifié après la fourniture du service plutôt que de retarder la fourniture du service pour recevoir ces informations au préalable.</u></b></p>
--	---

### TEXTE DE NIVEAU 3

#### *Document de questions-réponses de l'ESMA*

En cohérence avec les modifications proposées par l'AMAFI dans les textes de niveaux 1 et 2, il apparaît nécessaire de revoir certaines questions-réponses publiées par l'ESMA. Le tableau ci-dessous synthétise la position de l'AMAFI sur chacune des questions-réponses publiées à ce jour.

Section « Coûts et charges » du Q&A ESMA relatif aux sujets MIF 2 – Protection des investisseurs<sup>6</sup>

Q&A	Modifications à réaliser ?	Raisons
1	NA	
2	A supprimer	Suppression de l'obligation de communiquer un effet cumulé des coûts sur le rendement.
3	A supprimer	Suppression de l'obligation de communiquer un effet cumulé des coûts sur le rendement.
4	A conserver	
5	A conserver	
6	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2 pour les produits n'entrant pas dans le champ de PRIIPs.
7	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2 pour les produits n'entrant pas dans le champ de PRIIPs.
8	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2 pour les produits n'entrant pas dans le champ de PRIIPs.
9	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2 pour les produits n'entrant pas dans le champ de PRIIPs.
10	NA	
11	A modifier	Conservation de la réponse à l'exception de la partie important la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2 pour les produits n'entrant pas dans le champ de PRIIPs.
12	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2 pour les produits n'entrant pas dans le champ de PRIIPs.
13	A modifier	Nécessité de venir préciser que cette question-réponse n'est applicable que lorsqu'une information <i>trade-by-trade</i> (« régime total ») est communiquée au client.
14	A conserver	
15	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2 pour les produits n'entrant pas dans le champ de PRIIPs.
16	A conserver	
17	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2 pour les produits n'entrant pas dans le champ de PRIIPs.
18	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si les deux régimes proposés par l'AMAFI sont retenus.

<sup>6</sup> Questions and answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ([ESMA35-43-349](#)).

19	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si les deux régimes proposés par l'AMAFI sont retenus.
20	A modifier	Nécessité de venir préciser que cette question-réponse n'est applicable que lorsqu'une information <i>trade-by-trade</i> (« régime total ») est communiquée au client.
21	A conserver	
22	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si les deux régimes proposés par l'AMAFI sont retenus.
23	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si les deux régimes proposés par l'AMAFI sont retenus.
24	A conserver	
25	A conserver	
26	A conserver	
27	A conserver	
28	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si la proposition de l'AMAFI de communication de l'information <i>ex-ante</i> sur les ordres passés par téléphone est retenue.
29	NA	
30	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si les deux régimes proposés par l'AMAFI sont retenus.

**Section « Autres sujets » du Q&A ESMA relatif aux sujets MIF 2 – Protection des investisseurs<sup>7</sup>**

Q&A	Modifications à réaliser ?	Raisons
1	A supprimer	La notion de « relation continue » devrait être définie par une référence précise aux services d'investissement pertinents. Cette question-réponse ne sera donc plus pertinente.



<sup>7</sup> Questions and answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ([ESMA35-43-349](#)).

## Annexe 2

### MIF 2 REFIT – Protection des investisseurs Gouvernance Produits

#### PRIORITES ET PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS

- (1) Réintroduire plus de proportionnalité pour les instruments financiers simples**
  - *V. modification du considérant 71 de la directive de niveau 1*
- (2) Clarifier le concept de Distributeur pour exclure la distribution « passive » / « large »**
  - *V. modification du considérant 71 de la directive de niveau 1*
  - *V. modification des articles 16.3 et 24.2 de la directive de niveau 1*
- (3) Exclure du champ de Gouvernance Produits les négociations entre contreparties éligibles**
  - *V. modification des considérants 103 et 104 de la directive de niveau 1*

MIF 2 innove sur le plan de la protection des investisseurs en introduisant un nouveau cadre contraignant pour la conception et la distribution des instruments financiers. Ces nouvelles dispositions détaillées dans le Chapitre III de la DD MiFID II<sup>8</sup>, rassemblées sous l'intitulé « Gouvernance Produits » constituent l'un des apports majeurs de MIF 2.

Leur mise en œuvre par les établissements concernés représente un enjeu important, au regard des conséquences, juridiques, organisationnelles ou informatiques qu'elles impliquent. Elles représentent des enjeux commerciaux déterminants puisque la Gouvernance Produits encadre l'offre et la distribution des instruments financiers des PSI.

Les nouvelles contraintes liées à la Gouvernance Produits visent à obliger les « Producteurs » et les « Distributeurs » d'instruments financiers à prévenir les conflits d'intérêts et encadrer les risques de mauvaise commercialisation des produits ou de création de produits sans intérêt défini pour le client. A ce titre, elles participent au renforcement de la protection des investisseurs, l'objectif étant de mieux cibler les investisseurs compatibles avec chaque produit commercialisé, via les définitions des « Marchés Cibles », de mieux les informer sur la nature du produit ou du service offert et de ne produire que des produits capables de satisfaire les besoins et objectifs des clients ciblés. La Gouvernance des Produits définit les responsabilités de chaque acteur de la chaîne de distribution, du concepteur au vendeur et les échanges entre les deux. Le champ d'application de cette Gouvernance des Produits, telle qu'actuellement définie, est très large, ses obligations s'appliquant à tous les clients, indépendamment de leur classification et à tous les instruments financiers<sup>9</sup>.

Ce nouveau dispositif présente indiscutablement un progrès en matière de protection des investisseurs. Par son caractère ambitieux, il ressort toutefois des travaux menés depuis plusieurs années sur l'interprétation et la mise en œuvre des obligations y afférentes que certaines critiques peuvent être formulées et prises en compte dans le cadre du chantier de révision de MIF 2.

<sup>8</sup> Les dispositions de la Directive Déléguée UE 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant MiFID II (« DD MiFID II ») relatives à la Gouvernance Produits ont été transposées en France au sein du Chapitre III du Livre III du RG AMF.

<sup>9</sup> Tel que défini par MIF 2 (Annexe I, Section C) ainsi que les dépôts structurés. Toutefois, une application proportionnée peut être réalisée en fonction de la catégorie des clients et de la nature des instruments financiers (v. DD MiFID II 2017/593, cons. 18).

Ces critiques ont pu nourrir des propositions de révision développées ci-après qui déclinent les 2 messages généraux développés en introduction :

(1) Simplifier, clarifier et rendre plus lisible le dispositif ; et

(2) Réintroduire plus de proportionnalité et mieux rendre compte des spécificités liées au marché *wholesale*.

## 1. PROPOSITIONS POUR SIMPLIFIER ET CLARIFIER LE CHAMP D'APPLICATION DE LA GOUVERNANCE PRODUITS AVEC UNE MEILLEURE PRISE EN COMPTE DE LA PROPORTIONNALITE

---

Le dispositif de Gouvernance Produits est en premier lieu très (voire trop) ambitieux compte-tenu de son champ d'application extrêmement large. Si cela présente l'avantage de couvrir l'ensemble des situations possibles, il est rapidement ressorti des travaux de mise en œuvre que ses objectifs n'étaient peu voire pas adaptés dans un certain nombre de cas.

### ➤ *Les négociations exclusivement entre des contreparties éligibles en dehors des schémas de distribution*

Lorsqu'une contrepartie éligible achète ou négocie sur un instrument financier avec un autre PSI, pour son propre compte sans aucune intention de le revendre à ses propres clients, ce dernier n'agit pas comme Distributeur au sens de Gouvernance Produits (« Distributeur »). La contrepartie éligible est le seul et unique « client » du PSI pour une transaction donnée. Dans le cas où une contrepartie éligible passe un ordre pour son compte propre à un autre PSI : les deux contreparties ont des rôles similaires l'une vis-à-vis de l'autre, chacune étant à la fois client et fournisseur, sans qu'aucun autre « client final » ne puisse être considéré comme ciblé. **Ainsi, la Gouvernance Produits ne devrait pas s'appliquer aux négociations faites exclusivement entre contreparties éligibles.**

A tout le moins, ces situations mériteraient une meilleure prise en compte du principe de proportionnalité adapté au marché *wholesale*. La pratique actuelle fait que la contrepartie éligible est déjà informée des caractéristiques de l'instrument financier qu'il négocie (via, par exemple, la transmission d'une *term sheet*). Les transactions faites exclusivement entre contreparties éligibles qui ne redistribuent pas ensuite à des clients finaux ne nécessitent pas de fournir l'ensemble des informations pensées pour des clients moins sophistiqués. Concernant l'information due par le Producteur au distributeur sur les produits, les contreparties éligibles ayant à la fois un bon niveau de connaissance et d'expérience des produits et qui est équivalent entre elles, pourquoi obliger l'une à les transmettre à l'autre ? Concernant les informations nécessaires à la surveillance des transactions par rapport au marché cible défini, laquelle des deux devrait reporter à l'autre ? Quant à l'obligation de revoir régulièrement ces marchés cibles, s'agissant de contreparties éligibles, dans quel but ?

Ces obligations ne devraient pas trouver à s'appliquer dans ces cas.

### ➤ *Les émissions de produits de financement : actions et obligations ordinaires*

Les obligations de la Gouvernance Produits sont applicables à tous les types de clients, à tous les services d'investissement et à tous les produits quel que soit leur niveau de complexité. L'AMAFI constate cependant que ces obligations ont été surtout pensées pour des produits structurés qui sont, eux, effectivement « fabriqués »<sup>10</sup> par des PSI. En revanche, pour des produits dits « vanilles »<sup>11</sup>, la mise en œuvre des obligations

---

<sup>10</sup> « [...] veiller à ce que les entreprises d'investissement qui fabriquent des instruments financiers s'assurent que ces produits sont fabriqués de manière à satisfaire aux besoins d'un marché cible défini de client finaux [...] » (*MiFID II, cons. 71*).

<sup>11</sup> Les **actions et obligations « ordinaires »** admises à la négociation sur un marché réglementé ou équivalent ou sur un MTF, qualifiés d'instruments financiers non complexes au sens de l'article 25.4 a) de MiFID II ; et les produits equity linked, tels que les obligations convertibles et/ou échangeables en actions, admises à la négociation sur un marché réglementé

de la Gouvernance Produits est plus difficile à appréhender ; en particulier sur le marché primaire, pour une valeur ajoutée *a priori* très faible voire nulle.

**a) Renoncer à qualifier le PSI qui conseille un émetteur comme le Producteur du produit vanille**

Le Producteur est le PSI qui produit l'instrument financier, ce qui englobe la « *création, le développement, l'émission et/ou la conception de l'instrument financier* »<sup>12</sup>. Or, dans le cadre des émissions de produits vanilles, lorsque l'émetteur est une entreprise non soumise à MIF 2 (par exemple, un *corporate*), il ne remplit pas lui-même les conditions visées par la définition du Producteur. Une lecture communément admise du considérant 15<sup>13</sup> de la DD MiFID II est de considérer que c'est le PSI-conseil de l'émetteur dans le cadre d'une émission de Produits vanilles qui est le « Producteur » de ces derniers, au sens de la Gouvernance Produits.

Pourtant, il peut être objecté que le conseil fourni par le PSI dans ce cadre ne porte pas sur le produit en tant que tel ni sur son fonctionnement mais sur les caractéristiques de l'émission (modalités, calendrier, etc.). D'ailleurs, la pratique a démontré qu'il était très compliqué d'articuler la définition des Marchés cibles au sens de Gouvernance Produits avec les types d'investisseurs ciblés pour une émission donnée en cohérence avec le règlement Prospectus. En opportunité surtout, un certain nombre de dispositions de la Gouvernance Produits ne semblent pas adaptées à ces instruments financiers, en particulier les obligations qui s'appliquent dans le temps, compte tenu du caractère fongible de ces instruments<sup>14</sup>.

Ce sont les raisons pour lesquelles **il conviendrait de renoncer à qualifier ledit PSI comme le « Producteur » du Produit vanille** : la pratique ayant démontré que cela n'a apporté aucune valeur ajoutée si ce n'est un exercice purement formel de définition d'un Marché cible par nature très large et identique pour une même catégorie d'instruments financiers<sup>15</sup>.

**b) Introduire plus de proportionnalité dans l'application des dispositions Gouvernance Produits aux produits vanilles**

Même en l'absence de Producteur MIF 2, les produits vanilles distribués, à la fois sur le marché primaire et négociés sur le marché secondaire, sont soumises aux dispositions relatives à la Gouvernance Produits.

Là aussi, compte tenu de la nature intrinsèque de ces produits qui par nature doivent être accessibles au plus grand nombre, il ressort que le dispositif actuel ne prend pas suffisamment en compte le principe de proportionnalité, notamment sur les éléments suivants :

- a) **Identification du marché cible positif** : un marché cible « unique » devrait pouvoir être réalisé. Il regrouperait par exemple toutes les actions d'une part et les obligations d'autre part, possédant des caractéristiques similaires.
- b) **Identification du marché cible négatif** : compte tenu de la nature de ces produits, l'identification d'un marché cible négatif devrait être reconnue comme rare<sup>16</sup>, voire inexistante.
- c) **Coûts** : par nature, les produits vanilles n'ont pas de coût de « fabrication » de produit. Ainsi, les obligations de vérification de la compatibilité de ces coûts et frais devraient être réputées satisfaites.

---

ou équivalent ou un MTF, quand bien même ils ne seraient pas qualifiés d'instruments financiers non complexes au sens de l'article pré-cité.

<sup>12</sup> DD MiFID II, art. 9.1.

<sup>13</sup> « *Les entreprises d'investissement qui [...] conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers, devraient être considérées comme des producteurs [...]* ».

<sup>14</sup> V. Guide AMAFI n° 18-60, « MIF 2 Gouvernance produits », Annexe 4, 7 nov. 2018.

<sup>15</sup> *Ibid.*

<sup>16</sup> Sur ce point, l'exemple proposé par ESMA dans ses Orientations, de marché cible négatif d'une action, qui rassemble les clients qui recherchent une protection totale de leur capital, qui n'ont aucune tolérance au risque et veulent un revenu totalement garanti (*Orientations ESMA (version anglaise), Annex V, Case study 4*) est particulièrement regrettable et dommageable et mériterait d'être supprimé.



- d) **Réexamen régulier du Produit** : compte-tenu de la nature de ces produits, l'AMAFI estime qu'il est disproportionné, inutile voire impossible (en particulier sur le marché primaire) de réaliser des réexamens réguliers.
- e) **Scénarios** : de manière analogue, l'obligation de réaliser des tests sur différents scénarios semble surtout pertinente pour des produits structurés et peu adaptée aux actions et obligations.
- f) **Reporting des ventes en dehors du marché cible** : compte-tenu des marchés cibles très larges de ces Produits, un nombre limité de ventes en dehors du marché cible est, en général, à attendre. Par ailleurs, le « Producteur » ne réalisera pas de réexamen régulier du Produit (ni de son marché cible) compte-tenu de l'application limitée de ses obligations, ces *reportings* sur les ventes en dehors du marché cible seraient, de toute façon, sans objet.

➤ **La « distribution large », en l'absence de lien avec le Producteur**

La « distribution large » concerne notamment le PSI qui au travers d'un service de RTO ou d'exécution d'ordres, permet à ses clients de traiter, via des plateformes de négociation ou des transactions de gré-à-gré, des instruments financiers disponibles sur le marché secondaire. Le PSI qui fournit un tel service doit-il toujours être considéré comme un Distributeur ? Notamment, quand il reçoit un ordre d'une manière 'passive' (c'est-à-dire sans que cette réception ait été précédée d'une des actions suivantes : une campagne de commercialisation, la fourniture de recommandations ou de conseils aux clients sur le produit concerné, l'envoi de communications à caractère promotionnel sur le produit à ses clients, la fourniture de conseils aux clients, etc.), sur un produit avec lequel il n'a aucun lien (il ne connaît pas le « Producteur » et n'est pas rémunérée par ce dernier pour commercialiser le Produit) et que l'unique service rendu au client est de transmettre cet ordre pour exécution ou l'exécuter, faut-il considérer que le PSI « commercialise » et donc est le Distributeur de l'instrument financier ?

L'ESMA<sup>17</sup> a répondu par la positive à cette question en considérant qu'un PSI est également Distributeur lorsqu'il décide des produits proposés aux clients à leur propre initiative quand bien même ce PSI ne réaliserait pas de marketing actif sur ces Produits.

Précisément du fait que ces « distributeurs » n'ont qu'un niveau d'information limité, on peut légitimement s'interroger sur le bénéfice à les considérer comme des Distributeurs. En sus, ces schémas sont le plus souvent propres à des produits « vanilles » (v. (2) ci-dessus) tels que les actions ou les obligations. En vertu du principe de proportionnalité, par lequel l'identification de leurs Marchés cibles doit pouvoir être réalisée dans des conditions assez simples s'agissant de produits compatibles par nature avec des clients non professionnels « de masse », on se demande toutefois quel peut être alors le bénéfice d'identifier un tel marché « cible », par nature très large. Il est par ailleurs important de noter que les exigences de la Gouvernance Produits ne se limitent pas à la seule définition du Marché cible et que les Distributeurs sont redevables d'autres obligations, telles qu'un réexamen régulier des produits distribués ou la fourniture d'informations sur les ventes réalisées. Là aussi, **ces dispositions ne paraissent avoir qu'un intérêt limité dans ces cas alors qu'elles ont un coût réglementaire non négligeable pour ces acteurs** qui ne fournissent que des services d'exécution, en dehors de tout service de conseil en investissement et de gestion sous mandat.

Le retour d'expérience des professionnels montre enfin qu'il est extrêmement compliqué d'un point de vue pratique pour les Distributeurs d'avoir les échanges requis par le dispositif Gouvernance Produits avec une multitude de Producteurs avec lesquels ils n'ont pas de relation établie.

Quant à **obliger les Distributeurs à pré identifier tous les produits sur lesquels potentiellement leurs clients pourraient être amenés à passer un ordre semble disproportionné**. Il existe un nombre indéfini

---

<sup>17</sup> « [...] Les distributeurs devraient également décider des produits qui seront mis à disposition de clients (existants ou potentiels) de leur propre initiative par le biais de services d'exécution sans commercialisation active, en prenant en compte le fait que dans de telles situations le niveau d'informations disponibles relatives au client pourrait être très limité. » (Orientations sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II ([ESMA35-43-620](#)) publiées le 2 juin 2017 « *Orientations ESMA* », § 31).

d'instruments financiers concernés. Aussi, commercialement, le Distributeur ne peut pas refuser à son client un ordre sur un produit qu'il n'a pas pré-identifié, *a fortiori* quand l'ordre est passé par téléphone.

Le dispositif devrait donc être centré sur la politique de distribution du Distributeur, à savoir par quel canal, et avec quel service, il donne ou non accès à certains marchés à certains de ses clients, une approche par produit n'ayant pas de pertinence dans ce contexte. Lorsque le PSI fournit uniquement un service de RTO ou d'exécution simple, son rôle du point de vue de la gouvernance produit se limite exclusivement à déterminer à quel(s) marché(s) ou plate-forme(s) il donnera accès à ses clients, car il ne reçoit pas du Producteur de chaque instrument financier référencé par le marché ou la plate-forme – si tant est qu'il y en ait un – les informations détaillées relative au Marché cible de chaque instrument financier. **La mise en œuvre de ses obligations de Gouvernance Produits devrait donc être proportionnée au service rendu et non produit par produit**, les marchés réglementés européens devant globalement être considérés comme accessibles à tout investisseur.

Ce constat est vérifié pour ces acteurs en relation avec une clientèle de détail. *A fortiori*, il l'est pour ceux qui ont une clientèle exclusivement professionnelle.

Ce sont les raisons qui justifient les propositions de l'AMAFI de modifier, tant au niveau 1 qu'au niveau 2, la définition du concept de distributeur afin que ce dernier vise les entités qui « commercialisent ou recommandent » les instruments financiers mais pas celles qui ne font qu'« offrir » ou « proposer » lesdits instruments financiers.

## 2. SIMPLIFIER ET RENDRE PLUS LISIBLE LE REPORTING DES VENTES EN DEHORS DU MARCHÉ CIBLE

---

Le Distributeur doit communiquer au Producteur des informations sur les ventes réalisées en dehors du Marché cible, le Producteur devant quant à lui s'assurer que le produit est bien distribué auprès du marché cible<sup>18</sup>.

Une ambiguïté persiste sur la responsabilité de ce reporting qui incombe au Distributeur. Il serait opportun de faire clarifier, par exemple dans le texte de niveau 2 que le Distributeur est seul responsable de cette obligation. Ainsi, le Producteur qui, après avoir fait ses meilleurs efforts pour obtenir effectivement l'information mais malgré cela ne reçoit pas de reporting, devrait pouvoir légitimement supposer qu'aucune vente en dehors de son marché cible n'a été réalisée ou qu'elles ne sont pas pertinentes à reporter.

### **Par ailleurs, la nature des ventes à reporter est complexe.**

L'ESMA est venue préciser le champ des ventes à reporter. Par exception bienvenue, les ventes réalisées en dehors du marché cible mais ayant pour objectif de la diversification ou de la couverture n'ont pas à être reportées<sup>19</sup> dès lors qu'elles sont compatibles avec le portefeuille global du client ou le risque à couvrir (étant précisé que cette exception ne peut pas s'appliquer aux écarts portant sur les 2 premiers critères<sup>20</sup> du marché cible). Toutefois, les ventes réalisées elles au sein du marché cible négatif doivent toujours être reportées<sup>21</sup> même si elles ont un objectif de diversification ou de couverture.

Au final, le champ des ventes à reporter résulte d'une lecture complexe d'affirmation et d'exception qui mériterait sans doute d'être simplifié. **En effet, en application du principe de proportionnalité, n'est-ce pas avant tout les ventes réalisées au sein du marché cible négatif qui devraient être prioritairement identifiées ?**

---

<sup>18</sup> RD, Art 9, § 14 « Les entreprises d'investissement examinent si l'instrument financier reste compatible avec les besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible et s'il est distribué auprès de son marché cible, ou s'il atteint des clients avec les besoins, caractéristiques et objectifs desquels il est incompatible ».

<sup>19</sup> Orientations ESMA, § 54.

<sup>20</sup> Aussi, des ventes réalisées en dehors du marché cible positif parce qu'elles ne respectent pas le critère « Type de clients » et/ou « Connaissances et expérience » ne peuvent être justifiées par un objectif de diversification ou de couverture. Elles seront donc à reporter dans tous les cas.

<sup>21</sup> Orientations ESMA, § 55.

Aussi, dans ce même souci de proportionnalité, il serait opportun de préciser le caractère non systématique du reporting et de permettre la prise en compte d'une certaine significativité de ces ventes en dehors du marché cible pour déclencher l'obligation de les reporter. En effet, si un Distributeur identifie quelques ventes en dehors du marché cible à reporter mais que celles-ci en proportion sont très faibles ou marginales par rapport au volume total des ventes réalisées (et celles faites au sein du marché cible), est-il opportun de l'obliger quand même à faire ce reporting ? De la même façon, si cette sortie du marché cible est parfaitement justifiée au cas d'espèce, par exemple par ce que le client a demandé à souscrire au produit de sa propre initiative, est-il vraiment nécessaire de le reporter au Producteur ? Il semblerait à la fois plus cohérent avec l'objectif initialement affecté à ce reporting (*i.e.*, confirmer la pertinence du marché cible défini) et le principe de proportionnalité qui doit être réaffirmé, de laisser une marge d'appréciation au Distributeur sur la pertinence de reporter les ventes en dehors du marché cible.

Pour ces raisons, **l'AMAFI propose de simplifier le reporting des ventes en dehors du marché cible en se concentrant sur les ventes réalisées au sein du marché cible négatif et en laissant une marge d'appréciation au Distributeur pour estimer la pertinence à reporter ces ventes au Producteur.**

D'ailleurs, le retour d'expérience démontre que les Producteurs obtiennent généralement peu de retour des distributeurs sur ce sujet. En moyenne, les Producteurs AMAFI témoignent d'un taux retour situé autour de **30% seulement** de retour sur l'ensemble de leurs distributeurs dont une proportion significative est à attribuer aux seuls distributeurs français. D'un point de vue qualitatif, les Producteurs s'accordent majoritairement pour considérer que dans un certain nombre de cas l'information ne permet pas véritablement de dégager de manière fiable des conclusions quant à la nécessité de revoir ou non la définition du marché cible. Beaucoup de distributeurs témoignent par ailleurs des obstacles opérationnels – au 1<sup>er</sup> chef desquels les systèmes d'information et outils IT – rendant l'exercice tel qu'actuellement demandé par les textes, extrêmement lourd, difficile et exigeant.

Enfin, et pour faire écho à la problématique évoquée au (3) relatif au champ d'application (« distribution large »), cet exercice de reporting est d'autant plus compliqué à réaliser en dehors de relation contractualisée entre Distributeur et Producteur.

### 3. REAFFIRMER LE PRINCIPE DE PROPORTIONNALITE POUR LE MONITORING DES PRODUITS EN COURS DE VIE

---

L'article 9.15 de la Directive Déléguée oblige le Producteur à identifier « *les événements essentiels susceptibles d'avoir une incidence sur le risque potentiel ou la rémunération attendue* » du produit, tels que :

- (a) Le dépassement d'un seuil qui affectera le profil de rémunération du produit ;
- (b) La solvabilité de certains émetteurs.

Le retour d'expérience de la mise en œuvre de cette obligation démontre qu'**elle ne peut s'appliquer de manière homogène compte tenu de la diversité des situations concernées**. Aussi, en fonction de la granularité définie par le Producteur pour l'appliquer, elle peut être très exigeante alors même que la catégorie des clients finaux ciblés ne le justifierait pas. En effet, si ce monitoring présente un intérêt certain lorsque le client final est un investisseur de détail, il est largement moindre pour des clients plus sophistiqués.

Aussi, les facteurs déterminés pour identifier de tels événements et leurs fréquences varient considérablement en fonction de la nature de l'instrument financier. Par nature, ce monitoring ne sera pas réalisé selon que le produit est un produit structuré type EMTN vendu à des clients de détail ou un dérivé OTC négocié avec un client professionnel très habitué à traiter ces instruments financiers. Il ne sera même d'aucun objet pour des Produits vanilles<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> V. *supra* « Introduire plus de proportionnalité dans l'application des dispositions Gouvernance Produit aux produits vanilles ».

Ainsi, il est fondamental pour sécuriser les Producteurs de **reconnaître explicitement que cette obligation précisément doit s'appliquer de manière adaptée et proportionnée à la nature de l'instrument financier concerné** ainsi qu'à la catégorie du client final, *i.e.*, la nature du Marché cible défini.

## PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE

### TEXTE DE NIVEAU 1

Directive 2014/65/UE	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Considérant 71</i></p> <p>(71) Les États membres devraient veiller à ce que les entreprises d'investissement agissent au mieux des intérêts de leurs clients et soient en mesure de se conformer aux obligations qui leur incombent en vertu de la présente directive. Les entreprises d'investissement devraient dès lors comprendre les caractéristiques des instruments financiers proposés ou recommandés et établir et revoir des politiques et modalités efficaces pour déterminer la catégorie de clients à laquelle les produits et services doivent être fournis. Les États membres devraient veiller à ce que les entreprises d'investissement qui fabriquent des instruments financiers s'assurent que ces produits sont fabriqués de manière à satisfaire aux besoins d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée, prennent des mesures raisonnables pour assurer que les instruments financiers sont distribués auprès du marché cible défini et réexaminent régulièrement la définition du marché cible et la performance des produits qu'elles proposent.</p> <p>Les entreprises d'investissement qui proposent ou recommandent à leurs clients des instruments financiers qu'elles ne fabriquent pas devraient également disposer de modalités appropriées pour obtenir et comprendre les informations utiles concernant le processus de validation du produit, y compris le marché cible défini et les caractéristiques du produit qu'elles proposent ou recommandent. Cette obligation devrait s'appliquer sans préjudice de toute évaluation de l'adéquation et du caractère approprié que l'entreprise d'investissement effectuera par la suite lors de la prestation des services d'investissement à chaque client, sur la base des besoins, caractéristiques et objectifs personnels.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Considérant 71</i></p> <p>(71) Les États membres devraient veiller à ce que les entreprises d'investissement agissent au mieux des intérêts de leurs clients et soient en mesure de se conformer aux obligations qui leur incombent en vertu de la présente directive. Les entreprises d'investissement devraient dès lors comprendre les caractéristiques des instruments financiers <del>proposés</del> <b>commercialisés</b> ou recommandés et établir et revoir des politiques et modalités efficaces pour déterminer la catégorie de clients à laquelle les produits et services doivent être fournis. Les États membres devraient veiller à ce que les entreprises d'investissement qui fabriquent des instruments financiers s'assurent que ces produits sont fabriqués de manière à satisfaire aux besoins d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée, prennent des mesures raisonnables pour assurer que les instruments financiers sont distribués auprès du marché cible défini et réexaminent régulièrement la définition du marché cible et la performance des produits qu'elles proposent.</p> <p><b><u>Il faut aussi entendre que les entreprises d'investissement qui conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers ne devraient pas être considérées comme fabriquant ces instruments financiers.</u></b></p> <p>Les entreprises d'investissement qui <del>proposent</del> <b>commercialisent</b> ou recommandent à leurs clients des instruments financiers qu'elles ne fabriquent pas devraient également disposer de modalités appropriées pour obtenir et comprendre les informations utiles concernant le processus de validation du produit, y compris le marché cible défini et les caractéristiques du produit qu'elles <del>proposent</del> <b>commercialisent</b> ou recommandent. Cette obligation devrait s'appliquer sans préjudice de toute évaluation de l'adéquation et du caractère approprié que l'entreprise d'investissement</p>

<p>Pour veiller à ce que les instruments financiers ne soient proposés ou recommandés que dans l'intérêt du client, les entreprises d'investissement qui proposent ou recommandent le produit fabriqué par des entreprises qui ne sont pas soumises aux obligations de gouvernance en matière de produits énoncées dans la présente directive ou le produit fabriqué par des entreprises de pays tiers devraient également disposer de modalités appropriées pour obtenir suffisamment d'informations sur les instruments financiers.</p>	<p>effectuera par la suite lors de la prestation des services d'investissement à chaque client, sur la base des besoins, caractéristiques et objectifs personnels.</p> <p>Pour veiller à ce que les instruments financiers ne soient <del>proposés</del> <b>commercialisés</b> ou recommandés que dans l'intérêt du client, les entreprises d'investissement qui <del>proposent</del> <b>commercialisent</b> ou recommandent le produit fabriqué par des entreprises qui ne sont pas soumises aux obligations de gouvernance en matière de produits énoncées dans la présente directive ou le produit fabriqué par des entreprises de pays tiers devraient également disposer de modalités appropriées pour obtenir suffisamment d'informations sur les instruments financiers.</p> <p><b><u>Les obligations de gouvernance produits énoncées dans la présente directive pourraient s'appliquer de manière proportionnée selon la complexité et la nature de l'instrument, du service d'investissement et du marché cible. Par « proportionnalité », il faut entendre que les règles pourraient être relativement simples pour certains produits simples, notamment ceux distribués sur la base d'une exécution simple, qui seraient compatibles avec les besoins et les caractéristiques du marché de détail de masse. Il faut également entendre que certaines de ces règles ne sont pas proportionnées pour des produits simples tels que les actions et les obligations.</u></b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Considérant 103</i></p> <p>Aux fins de la présente directive, les contreparties éligibles devraient être considérées comme agissant en qualité de clients.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Considérant 103</i></p> <p>Aux fins de la présente directive, les contreparties éligibles devraient être considérées comme agissant en qualité de clients <b><u>sauf dans la mesure où cela serait manifestement disproportionné eu égard de leur niveau de sophistication et a fortiori dès lors qu'elles auraient souhaité renoncer aux protections afférentes à leur qualité de client prévues par la présente directive.</u></b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Considérant 104</i></p> <p>La crise financière a montré que la capacité des clients professionnels à apprécier le risque lié à leurs investissements avait ses limites. S'il est nécessaire de réaffirmer que les règles de conduite devraient être mises en œuvre en ce qui concerne les investisseurs qui ont le plus besoin d'être</p>	<p style="text-align: center;"><i>Considérant 104</i></p> <p>La crise financière a montré que la capacité des clients professionnels à apprécier le risque lié à leurs investissements avait ses limites. S'il est nécessaire de réaffirmer que les règles de conduite devraient être mises en œuvre en ce qui concerne les investisseurs qui ont le plus besoin d'être</p>

<p>protégés, il y a également lieu de mieux calibrer les exigences applicables aux différentes catégories de clients. À cette fin, il convient d'étendre certaines exigences d'information et de communication aux relations avec les contreparties éligibles. En particulier, ces exigences devraient porter sur la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients ainsi que sur les obligations d'information et de communication concernant les transactions et les instruments financiers plus complexes. Afin de mieux définir la classification des municipalités et des pouvoirs publics locaux, il convient de les exclure de façon explicite de la liste des contreparties éligibles et des clients considérés comme des professionnels, tout en leur permettant de solliciter un traitement en tant que clients professionnels.</p>	<p>protégés, il y a également lieu de mieux calibrer les exigences applicables aux différentes catégories de clients. À cette fin, il convient d'étendre certaines exigences d'information et de communication aux relations avec <b><u>en premier lieu les clients professionnels, voire, le cas échéant,</u></b> les contreparties éligibles. En particulier, ces exigences devraient porter sur la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients ainsi que sur les obligations d'information et de communication concernant les transactions et les instruments financiers plus complexes. <b><u>A contrario, cette extension n'a pas lieu d'être pour les instruments financiers les plus simples.</u></b> Afin de mieux définir la classification des municipalités et des pouvoirs publics locaux, il convient de les exclure de façon explicite de la liste des contreparties éligibles et des clients considérés comme des professionnels, tout en leur permettant de solliciter un traitement en tant que clients professionnels.</p>
---	---

#### Justification

Les modifications proposées dans les considérants rapportés ci-dessus visent à :

- Clarifier que la distribution passive devrait être exclue du champ des dispositions Gouvernance des produits
- Légitimiser les allègements demandés ici pour les contreparties éligibles
- Affirmer le principe de proportionnalité dans l'application des dispositions Gouvernance des produits
- Empêcher le maintien du considérant 15 de la directive de niveau 2 qui qualifie le PSI conseil d'un émetteur comme le Producteur de l'instrument émis.

Directive 2014/65/UE	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 16</i> <b>Exigences organisationnelles</b></p> <p>[...]</p> <p>3. Toute entreprise d'investissement maintient et applique des dispositions organisationnelles et administratives efficaces, en vue de prendre toutes les mesures raisonnables destinées à empêcher les conflits d'intérêts visés à l'article 23 de porter atteinte aux intérêts de ses clients.</p> <p>Toute entreprise d'investissement qui conçoit des instruments financiers destinés à la vente aux clients maintient, applique et révisé un processus de validation de chaque instrument financier et des adaptations notables des instruments financiers</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 16</i> <b>Exigences organisationnelles</b></p> <p>[...]</p> <p>3. Toute entreprise d'investissement maintient et applique des dispositions organisationnelles et administratives efficaces, en vue de prendre toutes les mesures raisonnables destinées à empêcher les conflits d'intérêts visés à l'article 23 de porter atteinte aux intérêts de ses clients.</p> <p>Toute entreprise d'investissement qui conçoit des instruments financiers destinés à la vente aux clients maintient, applique et révisé un processus de validation de chaque instrument financier et des adaptations notables des instruments financiers</p>

<p>existants avant leur commercialisation ou leur distribution aux clients.</p> <p>Le processus de validation des produits détermine un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée pour chaque instrument financier et permet de s'assurer que tous les risques pertinents pour ledit marché cible défini sont évalués et que la stratégie de distribution prévue convient bien au marché cible défini.</p> <p>Une entreprise d'investissement examine aussi régulièrement les instruments financiers qu'elle propose ou commercialise, en tenant compte de tout événement qui pourrait influencer sensiblement sur le risque potentiel pesant sur le marché cible défini, afin d'évaluer au minimum si l'instrument financier continue de correspondre aux besoins du marché cible défini et si la stratégie de distribution prévue demeure appropriée.</p> <p>Toute entreprise d'investissement qui conçoit des instruments financiers met à la disposition de tout distributeur tous les renseignements utiles sur l'instrument financier et sur le processus de validation du produit, y compris le marché cible défini de l'instrument financier.</p> <p>Lorsqu'une entreprise d'investissement propose ou recommande des instruments financiers qu'elle ne conçoit pas, elle se dote de dispositifs appropriés pour obtenir les renseignements visés au cinquième alinéa et pour comprendre les caractéristiques et identifier le marché cible défini de chaque instrument financier.</p> <p>[...]</p>	<p>existants avant leur commercialisation ou leur distribution aux clients.</p> <p>Le processus de validation des produits détermine un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée pour chaque instrument financier et permet de s'assurer que tous les risques pertinents pour ledit marché cible défini sont évalués et que la stratégie de distribution prévue convient bien au marché cible défini.</p> <p>Une entreprise d'investissement examine aussi régulièrement les instruments financiers qu'elle <del>propose ou</del> commercialise, en tenant compte de tout événement qui pourrait influencer sensiblement sur le risque potentiel pesant sur le marché cible défini, afin d'évaluer au minimum si l'instrument financier continue de correspondre aux besoins du marché cible défini et si la stratégie de distribution prévue demeure appropriée.</p> <p>Toute entreprise d'investissement qui conçoit des instruments financiers met à la disposition de tout distributeur tous les renseignements utiles sur l'instrument financier et sur le processus de validation du produit, y compris le marché cible défini de l'instrument financier.</p> <p>Lorsqu'une entreprise d'investissement <del>propose</del> <b>commercialise</b> ou recommande des instruments financiers qu'elle ne conçoit pas, elle se dote de dispositifs appropriés pour obtenir les renseignements visés au cinquième alinéa et pour comprendre les caractéristiques et identifier le marché cible défini de chaque instrument financier.</p> <p>[...]</p>
<p style="text-align: center;"><i>Article 24</i></p> <p><b>Principes généraux et informations des clients</b></p> <p>[...]</p> <p>2. Les entreprises d'investissement qui conçoivent des instruments financiers destinés à la vente aux clients veillent à ce que lesdits instruments financiers soient conçus de façon à répondre aux besoins d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée, et que la stratégie de distribution des instruments financiers soit compatible avec le marché cible défini, et les entreprises d'investissements prennent des mesures raisonnables qui</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 24</i></p> <p><b>Principes généraux et informations des clients</b></p> <p>[...]</p> <p>2. Les entreprises d'investissement qui conçoivent des instruments financiers destinés à la vente aux clients veillent à ce que lesdits instruments financiers soient conçus de façon à répondre aux besoins d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée, et que la stratégie de distribution des instruments financiers soit compatible avec le marché cible défini, et les entreprises d'investissements prennent des mesures raisonnables qui</p>

<p>garantissent que l'instrument financier soit distribué auprès du marché cible défini.</p> <p>Tout entreprise d'investissement comprend les instruments financiers qu'elle propose ou recommande, évalue la compatibilité des instruments financiers avec les besoins des clients auxquels elle fournit des services d'investissement, compte tenu notamment du marché cible défini de clients finaux visé à l'article 16, paragraphe 3, et veille à ce que les instruments financiers ne soient proposés ou recommandés que lorsque c'est dans l'intérêt du client.</p> <p>[...]</p>	<p>garantissent que l'instrument financier soit distribué auprès du marché cible défini.</p> <p>Tout entreprise d'investissement comprend les instruments financiers qu'elle <del>propose</del> <b>commercialise</b> ou recommande, évalue la compatibilité des instruments financiers avec les besoins des clients auxquels elle fournit des services d'investissement, compte tenu notamment du marché cible défini de clients finaux visé à l'article 16, paragraphe 3, et veille à ce que les instruments financiers ne soient <del>proposés</del> <b>commercialisés</b> ou recommandés que lorsque c'est dans l'intérêt du client.</p> <p>[...]</p>
---	--

### Justification

La suppression du terme « *propose* » substitué à celui de « *commercialise* » conformément aux articles 16.3 et 24 de la directive de niveau 1 vise à clarifier que la distribution passive devrait être exclue du champ des dispositions Gouvernance des produits.

Directive 2014/65/UE	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 30</i></p> <p><b>Transactions avec des contreparties éligibles</b></p> <p>1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement agréées pour exécuter des ordres au nom de clients et/ou pour négocier pour compte propre et/ou pour recevoir et transmettre des ordres puissent susciter des transactions entre des contreparties éligibles ou conclure des transactions avec ces contreparties sans devoir se conformer aux obligations prévues à l'article 24, à l'exception des paragraphes 4 et 5, à l'article 25, à l'exception du paragraphe 6, à l'article 27 et à l'article 28, paragraphe 1, en ce qui concerne lesdites transactions ou tout service auxiliaire directement lié à ces transactions.</p> <p>Les États membres veillent à ce que, dans leur relation avec les contreparties éligibles, les entreprises d'investissement agissent d'une manière honnête, équitable et professionnelle et communiquent d'une façon correcte, claire et non trompeuse, compte tenu de la nature de la contrepartie éligible et de son activité.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 30</i></p> <p><b>Transactions avec des contreparties éligibles</b></p> <p>1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement agréées pour exécuter des ordres au nom de clients et/ou pour négocier pour compte propre et/ou pour recevoir et transmettre des ordres puissent susciter des transactions entre des contreparties éligibles ou conclure des transactions avec ces contreparties sans devoir se conformer aux obligations prévues à <u><b>l'article 16.3, à l'exception du paragraphe 1,</b></u> l'article 24, à l'exception des paragraphes 4 et 5, à l'article 25, à l'exception du paragraphe 6, à l'article 27 et à l'article 28, paragraphe 1, en ce qui concerne lesdites transactions ou tout service auxiliaire directement lié à ces transactions.</p> <p>Les États membres veillent à ce que, dans leur relation avec les contreparties éligibles, les entreprises d'investissement agissent d'une manière honnête, équitable et professionnelle et communiquent d'une façon correcte, claire et non trompeuse, compte tenu de la nature de la contrepartie éligible et de son activité.</p>



### Justification

Les dispositions Gouvernance des produits sont prévues à la fois l'article 16.3, paragraphes 2 à 6 et à l'article 24.2. L'article 30 qui fonde le principe de la non-application des dispositions relatives à la protection des investisseurs aux transactions conclues entre contreparties éligibles exclue déjà l'article 24.2. Il faudrait donc ajouter l'exclusion de l'article 16.3 pour parfaire la non-application des dispositions Gouvernance des produits aux transactions conclues entre contreparties éligibles.

### TEXTES DE NIVEAU 2

Directive Déléguée (UE) 2017/593	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Considérant 15</i></p> <p>Afin de prévenir ou de réduire d'emblée les risques de non-respect des règles de protection des investisseurs, les entreprises d'investissement qui produisent et distribuent des instruments financiers devraient satisfaire à des exigences en matière de gouvernance des produits. Aux fins de ces exigences, les entreprises d'investissement qui créent, développent, émettent et/ou conçoivent des instruments financiers, <b>y compris lorsqu'elles conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers</b>, devraient être considérées comme des producteurs, tandis que les entreprises d'investissement qui offrent ou vendent des instruments et des services financiers à des clients devraient être considérées comme des distributeurs.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Considérant 15</i></p> <p>Afin de prévenir ou de réduire d'emblée les risques de non-respect des règles de protection des investisseurs, les entreprises d'investissement qui produisent et distribuent des instruments financiers devraient satisfaire à des exigences en matière de gouvernance des produits. Aux fins de ces exigences, les entreprises d'investissement qui créent, développent, émettent et/ou conçoivent des instruments financiers, <del>y compris lorsqu'elles conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers</del>, devraient être considérées comme des producteurs, tandis que les entreprises d'investissement qui <del>offrent ou vendent</del> <b>recommandent ou commercialisent</b> des instruments et des services financiers à des clients devraient être considérées comme des distributeurs.</p>
<p style="text-align: center;"><i>Considérant 18</i></p> <p>Compte tenu des exigences énoncées dans la directive 2014/65/UE, et dans l'intérêt de la protection des investisseurs, les règles de gouvernance des produits devraient s'appliquer à tous les produits vendus sur les marchés primaire et secondaire, indépendamment du type de produit ou de service fourni et des exigences applicables au point de vente. Toutefois, ces règles pourraient s'appliquer de manière proportionnée selon la complexité du produit et la mesure dans laquelle des informations publiées peuvent être obtenues, compte tenu de la nature de l'instrument, du service d'investissement et du marché cible. Par «proportionnalité», il faut entendre que les règles pourraient être relativement simples pour certains produits simples, distribués sur la base d'une exécution simple, qui seraient compatibles avec</p>	<p style="text-align: center;"><i>Considérant 18</i></p> <p>Compte tenu des exigences énoncées dans la directive 2014/65/UE, et dans l'intérêt de la protection des investisseurs, les règles de gouvernance des produits devraient s'appliquer à tous les produits vendus sur les marchés primaire et secondaire, indépendamment du type de produit ou de service fourni et des exigences applicables au point de vente. Toutefois, ces règles pourraient s'appliquer de manière proportionnée selon la complexité du produit et la mesure dans laquelle des informations publiées peuvent être obtenues, compte tenu de la nature de l'instrument, du service d'investissement et du marché cible. Par «proportionnalité», il faut entendre que les règles pourraient être relativement simples pour certains produits simples, distribués sur la base d'une exécution simple, qui seraient compatibles avec les besoins et les caractéristiques du marché de</p>

<p>les besoins et les caractéristiques du marché de détail de masse.</p>	<p>détail de masse. <b><u>Il faut également entendre que certaines de ces règles ne sont pas proportionnées pour des produits simples tels que les actions et les obligations.</u></b></p>
--	--

### Justification

Ces propositions répondent au besoin de réintroduire plus de proportionnalité dans l'application des dispositions Gouvernance des produits aux Produits vanilles.

Dans le considérant 15, la substitution des termes « *offrent ou vendent* » par « *recommandent ou commercialisent* » vise à rendre cohérente la définition du Distributeur tel que prévu à l'article 10 de la même Directive et répond au besoin de clarifier que la distribution passive devrait être exclue du champ des dispositions Gouvernance des produits.

Directive Déléguée (UE) 2017/593	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 10</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligations en matière de gouvernance des produits applicables aux distributeurs</b></p> <p>1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement, lorsqu'elles décident de la gamme d'instruments financiers émis par elles-mêmes ou par d'autres entreprises <b>et des services</b> qu'elles comptent offrir ou recommander à leurs clients, qu'elles se conforment d'une manière adaptée et proportionnée aux exigences énoncées aux paragraphes 2 à 10, en tenant compte de la nature de l'instrument financier, du service d'investissement et du marché cible du produit.</p> <p>Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement se conforment également aux exigences de la directive 2014/65/UE lorsqu'elles <b>proposent ou</b> recommandent des instruments financiers produits par des entités qui ne relèvent pas de cette directive. Dans le cadre de ce processus, ces entreprises d'investissement mettent en place des dispositifs qui leur permettent d'obtenir suffisamment d'informations sur ces instruments financiers de la part de ces producteurs.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 10</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligations en matière de gouvernance des produits applicables aux distributeurs</b></p> <p>1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement, lorsqu'elles décident de la gamme d'instruments financiers émis par elles-mêmes ou par d'autres entreprises <del>et des services</del> qu'elles comptent <del>offrir ou</del> recommander à leurs clients, qu'elles se conforment d'une manière adaptée et proportionnée aux exigences énoncées aux paragraphes 2 à 10, en tenant compte de la nature de l'instrument financier, du service d'investissement et du marché cible du produit.</p> <p><b><u>Les entreprises d'investissement qui ne décident pas d'inclure un instrument financier dans leur gamme et qui ne recommandent pas cet instrument financier à leurs clients peuvent accepter d'exécuter un ordre d'un client sur cet instrument financier sans se conformer aux exigences énoncées aux paragraphes 2 à 10.</u></b></p> <p>Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement se conforment également aux exigences de la directive 2014/65/UE lorsqu'elles <del>proposent</del> <b>ou</b> recommandent des instruments financiers produits par des entités qui ne relèvent pas de cette directive. Dans le cadre de ce processus, ces entreprises d'investissement mettent en place des dispositifs qui leur permettent d'obtenir suffisamment d'informations sur ces instruments financiers de la part de ces producteurs.</p>

### Justification

Ces propositions répondent au besoin de clarifier que la distribution « large » devrait être exclue du champ des dispositions Gouvernance des produits, en cohérence et en application des modifications proposées au texte de niveau 1.

Directive Déléguée (UE) 2017/593	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 9</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligations en matière de gouvernance des produits applicables aux producteurs</b></p> <p>15. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles réexaminent les instruments financiers avant toute nouvelle émission ou réémission si elles ont connaissance de tout événement susceptible d'avoir une incidence sensible sur le risque potentiel pour les investisseurs et évaluent à intervalles réguliers si les instruments fonctionnent de la façon prévue. Les entreprises d'investissement se fondent sur des facteurs pertinents pour déterminer la fréquence du réexamen de leurs instruments financiers, notamment la complexité ou le caractère innovant des stratégies d'investissement poursuivies. Les entreprises d'investissement identifient également les événements essentiels susceptibles d'avoir une incidence sur le risque potentiel ou la rémunération attendue de l'instrument financier, tels que :</p> <p>a) le dépassement d'un seuil qui affectera le profil de rémunération de l'instrument financier ; ou b) la solvabilité de certains émetteurs dont les valeurs mobilières ou les garanties sont susceptibles d'avoir une incidence sur la performance de l'instrument financier.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 9</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligations en matière de gouvernance des produits applicables aux producteurs</b></p> <p>15. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles réexaminent les instruments financiers avant toute nouvelle émission ou réémission si elles ont connaissance de tout événement susceptible d'avoir une incidence sensible sur le risque potentiel pour les investisseurs et évaluent à intervalles réguliers si les instruments fonctionnent de la façon prévue. Les entreprises d'investissement se fondent sur des facteurs pertinents pour déterminer la fréquence du réexamen de leurs instruments financiers, notamment la complexité ou le caractère innovant des stratégies d'investissement poursuivies. Les entreprises d'investissement identifient également, <b><u>d'une manière adaptée et proportionnée à la nature de l'instrument financier et à son marché cible</u></b>, les événements essentiels susceptibles d'avoir une incidence sur le risque potentiel ou la rémunération attendue de l'instrument financier, tels que :</p> <p>a) le dépassement d'un seuil qui affectera le profil de rémunération de l'instrument financier ; ou b) la solvabilité de certains émetteurs dont les valeurs mobilières ou les garanties sont susceptibles d'avoir une incidence sur la performance de l'instrument financier.</p>

### Justification

Cet ajout permet de clarifier que l'obligation de monitoring en cours de vie des produits posée à l'article 9 doit s'appliquer de manière adaptée et proportionnée à la nature du produit et à la catégorie des clients finaux ciblés.

### TEXTE DE NIVEAU 3

Orientation ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II	Amendement AMAFI
<p>54. Le distributeur n'est pas tenu de signaler au producteur les ventes réalisées en dehors du marché cible positif si ces ventes sont réalisées à des fins de diversification et de couverture et si elles sont néanmoins adéquates compte tenu du portefeuille total du client ou du risque couvert.</p> <p>55. Les ventes de produits au sein du marché cible négatif devraient toujours être signalées au producteur et communiquées au client, même si ces ventes sont réalisées à des fins de diversification ou de couverture. En outre, même si elles sont réalisées à des fins de diversification, les ventes au sein du marché cible négatif devraient être rares (voir également points 67 à 74).</p> <p>59. En ce qui concerne la fourniture d'information sur les ventes réalisées en dehors du marché cible du producteur, les distributeurs devraient être en mesure de déclarer toutes les décisions prises pour vendre en dehors du marché cible ou pour élargir la stratégie de distribution recommandée par le producteur ainsi que les informations sur les ventes réalisées en dehors du marché cible (y compris les ventes au sein du marché cible négatif), en tenant compte des exceptions visées au point 54.</p> <p>74. Les déviations par rapport au marché cible (en dehors du marché cible positif ou à l'intérieur du marché cible négatif) susceptibles d'être pertinentes pour le processus de gouvernance des produits du producteur (notamment <b>si</b> elles sont récurrentes) devraient être signalées au producteur, en tenant compte des exceptions visées au point 54.</p>	<p>54. Le distributeur n'est pas tenu de signaler au producteur les ventes réalisées en dehors du marché cible positif, <b><u>tant qu'elles ne sont pas réalisées au sein du marché cible négatif.</u></b> <del>si ces ventes sont réalisées à des fins de diversification et de couverture et si elles sont néanmoins adéquates compte tenu du portefeuille total du client ou du risque couvert.</del></p> <p>55. Les ventes de produits au sein du marché cible négatif devraient toujours être signalées au producteur et communiquées au client, même si ces ventes sont réalisées à des fins de diversification ou de couverture. En outre, même si elles sont réalisées à des fins de diversification, les ventes au sein du marché cible négatif devraient être rares (voir également points 67 à 74).</p> <p>59. En ce qui concerne la fourniture d'information sur les ventes réalisées en dehors du marché cible du producteur, les distributeurs devraient être en mesure de déclarer toutes <del>les décisions prises pour vendre en dehors du marché cible ou pour élargir la stratégie de distribution recommandée par le producteur ainsi que les informations sur les ventes réalisées en dehors du marché cible (y compris les ventes au sein du marché cible négatif),</del> en tenant compte des exceptions visées au point 54.</p> <p>74. Les déviations par rapport au marché cible (<del>en dehors du marché cible positif ou à l'intérieur du</del> marché cible négatif) susceptibles d'être pertinentes <b><u>selon le distributeur</u></b> pour le processus de gouvernance des produits du producteur (notamment <b><u>si</u></b> elles sont récurrentes) devraient être signalées au producteur, <del>en tenant compte des exceptions visées au point 54.</del> <b><u>Le producteur qui après avoir fait ses meilleurs efforts pour obtenir l'information de ses distributeurs mais malgré ces efforts ne reçoit aucun signalement à ce titre, peut légitimement supposer que de telles ventes n'ont pas eu lieu ou n'étaient pas pertinentes à signaler.</u></b></p>

### Justification

Ces propositions répondent au besoin de simplifier le reporting des ventes en dehors du marché cible et une meilleure prise en compte du principe de proportionnalité.

*Application des exigences concernant le marché cible aux entreprises réalisant des transactions sur les marchés de gros (à savoir, avec des clients professionnels et des **contreparties** éligibles)*

Orientation ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II	Amendement AMAFI
75. Les exigences énoncées à l'article 16, paragraphe 3, de la directive MiFID II s'appliquent indépendamment de la nature du client (client de détail, client professionnel ou aux contreparties éligibles). [...]	75. Les exigences énoncées à l'article 16, paragraphe 3, de la directive MiFID II <u>ne</u> s'appliquent <del>indépendamment de la nature du client (client de détail, client professionnel ou</del> <u>pas</u> aux contreparties éligibles). [...]

### Justification

La suite de ces paragraphes devra être revue en fonction de l'ajout de l'article 16.3 dans le champ des exclusions de l'article 30 du texte de niveau 1.



## ANNEXE 3

### MIF 2 REFIT – Protection des investisseurs Autres sujets

#### PRIORITES ET PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS

- (1) **Clarifier la définition de « détention de compte » et exclure les instruments financiers commercialisés à des seules fins de couverture.**
  - *V. modification Article 62 DR (UE) 2017/565*
- (2) **Clarifier que dès lors qu'un État Membre a mis en œuvre des mesures nationales équivalentes à celles publiées par l'ESMA et reconnues par cette dernière, les mesures de l'ESMA cessent de s'appliquer dans cet État membre.**
  - *V. modification Article 40 MiFIR*
- (3) **Répondre aux nouvelles exigences économiques et environnementales sans remettre en cause la bonne information des clients**
  - *V. modification Article 3 DR (UE) 2017/565*
- (4) **Supprimer l'Orientation Générale 7 dans les Orientations d'ESMA relatives à *Suitability* puisque les problématiques de connaissance des produits par les PSI les commercialisant sont encadrées par le dispositif Gouvernance Produits et n'ont plus de raison de figurer dans le dispositif *Suitability*.**
  - *V. suppression de l'Orientation générale n°7 dans les Orientations de l'ESMA relatives à *Suitability**
- (5) **L'ESMA devrait recommander, à titre de bonne pratique, aux entreprises d'investissement de prévenir les investisseurs lorsque, à leur connaissance, leur risque de crédit peut être considéré comme trop concentré.**
  - *V. modification paragraphe 81 dans les Orientations d'ESMA relatives à *Suitability**
- (6) **Supprimer les obligations supplémentaires obligeant les PSI à inclure au sein du rapport d'adéquation « *les raisons pour lesquelles les avantages de l'arbitrage recommandé sont supérieurs à ses coûts* ».**
  - *V. modification paragraphe 91 dans les Orientations d'ESMA relatives à *Suitability**

#### 1. ARTICLE 62.2 : ALERTE 10%

L'article 62.2 du RD MiFID II 2017/565 oblige les PSI qui « *détiennent le compte d'un client de détail comprenant des positions sur des instruments financiers à effet de levier* » d'alerter ledit client lorsque la valeur d'un de ces instruments a baissé de 10% par rapport à sa valeur initiale (et pour chaque multiple de 10%). Ainsi, trois conditions cumulatives doivent être remplies pour entrer dans le champ d'application de cette obligation :

- (1) Avoir pour client un client non-professionnel ;
- (2) Détenir le compte de ce client ;
- (3) Avoir pour objet un instrument financier « à effet de levier ».

La complétude de la condition (1) n'appelle pas à commentaire.

En revanche, l'étendue des conditions (2) et (3) ont posé plus de questions :

- À quoi fait référence la « détention du compte d'un client de détail » ?
- Comment considérer qu'un instrument financier a un « effet de levier » au sens de l'article 62.2 du RD MiFID II ? en particulier, doit-on considérer qu'un instrument financier commercialisé à des seules fins de couverture doit être considéré comme ayant un effet de levier ?

L'AMAFI propose ainsi de profiter du chantier de révision de MIF 2 pour venir clarifier ces points.

D'une part, l'AMAFI propose de clarifier ce qui est sous-entendu par la « détention de compte » en faisant expressément référence au service d'investissement défini au sein de l'Annexe I de MiFID II de tenue de compte conservation.

D'autre part, l'AMAFI propose d'exclure les instruments financiers commercialisés à des seules fins de couverture du champ d'application de cette obligation. En effet, le principe même d'un instrument financier utilisé à des fins de couverture est d'amoinrir voire d'annihiler un risque sous-jacent, notamment lié aux activités économiques des investisseurs non-professionnels. Un instrument financier commercialisé à un client uniquement pour de la couverture ne saurait amplifier l'exposition de ce client au risque sous-jacent mais au contraire limiter voire annuler ce risque. En outre, dans cette situation, envoyer une alerte au client pourrait l'inciter à prendre une décision d'investissement contraire à son objectif initial. En effet, quand bien même la « valeur » de l'instrument financier peut varier dans le temps, cela ne remet pas en cause le niveau de couverture tel qu'il a été défini à la souscription. Dès lors que le risque à couvrir reste couvert, il ne semble pas opportun d'alerter l'investisseur de détail des variations de valorisation de sa couverture. Si l'investisseur venait à alléger sa position suite à la réception d'une alerte, il se mettrait en risques vis-à-vis de son objectif initial de couverture, ce qui n'est *a priori* pas dans son intérêt.

## PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE

Règlement Délégué 2017/565	Amendement AMAFI
<p><i>Article 62</i> <b>Obligations d'information supplémentaires pour les transactions de gestion de portefeuille ou impliquant des passifs éventuels</b></p>	<p><i>Article 62</i> <b>Obligations d'information supplémentaires pour les transactions de gestion de portefeuille ou impliquant des passifs éventuels</b></p>
<p>[...]</p> <p>1. Les entreprises d'investissement qui <b><u>fournissent le service de tenue de compte conservation tel que visé au point 1 de la Section B de l'Annexe I de la directive 2014/65/UE à détiennent le compte d'un client de détail comprenant des positions sur des instruments financiers à effet de levier ou des transactions impliquant des passifs éventuels, à moins que ces instruments n'aient été commercialisés ou ces transactions n'aient été effectuées à une seule fin de couverture,</u></b> informent le client lorsque la</p>	<p>[...]</p> <p>1. Les entreprises d'investissement qui <b><u>fournissent le service de tenue de compte conservation tel que visé au point 1 de la Section B de l'Annexe I de la directive 2014/65/UE à détiennent le compte d'un client de détail comprenant des positions sur des instruments financiers à effet de levier ou des transactions impliquant des passifs éventuels, à moins que ces instruments n'aient été commercialisés ou ces transactions n'aient été effectuées à une seule fin de couverture,</u></b> informent le client lorsque la</p>

valeur de chaque instrument a baissé de 10 % par rapport à sa valeur initiale, et pour chaque multiple de 10 % par la suite. Les informations fournies en vertu du présent paragraphe le sont instrument par instrument, sauf s'il en a été autrement convenu avec le client, et au plus tard à la fin du jour ouvrable au cours duquel le seuil a été franchi ou, dans le cas où ce seuil n'a pas été franchi au cours d'un jour ouvrable, à la fin du premier jour ouvrable qui suit.

valeur de chaque instrument a baissé de 10 % par rapport à sa valeur initiale, et pour chaque multiple de 10 % par la suite. Les informations fournies en vertu du présent paragraphe le sont instrument par instrument, sauf s'il en a été autrement convenu avec le client, et au plus tard à la fin du jour ouvrable au cours duquel le seuil a été franchi ou, dans le cas où ce seuil n'a pas été franchi au cours d'un jour ouvrable, à la fin du premier jour ouvrable qui suit.

## 2. MESURES D'INTERVENTION

En application de l'article 40 de MiFIR l'ESMA peut prendre des mesures d'intervention temporaires permettant d'interdire ou de restreindre la commercialisation de certains instruments financiers. Comme leur nom l'indique, ces restrictions sont supposées être « temporaires » et doivent être prises pour une durée maximum de 3 mois (*MiFIR, art. 40.6*). Néanmoins, ces mesures sont renouvelables et aucune limite n'a été fixée aux possibilités de renouvellement (sur le site internet de l'ESMA il est indiqué : « *There is no limit to the number of times ESMA could renew product intervention measures* »).

Or, en parallèle, les autorités compétentes ont, elles aussi, la possibilité de prendre également des mesures d'intervention pour interdire ou restreindre la commercialisation de certains instruments financiers (*MiFIR, art. 42*).

Aussi, pour un acteur financier donné, deux mesures semblables mais pas totalement identiques peuvent être applicables : d'une part, celle de l'ESMA et d'autre part, celle du régulateur de l'Etat membre dans lequel il commercialise ses produits.

L'AMAFI considère que le principe de la mesure d'intervention est légitime et utile à la bonne protection des investisseurs de détail, compte-tenu des pratiques de commercialisation très agressives sur certains produits particulièrement risqués qui se sont développées ces dernières années. Néanmoins, elle considère également que le fait que différentes mesures d'intervention puissent coexister potentiellement indéfiniment n'est pas justifié et est source d'incertitude juridique pour les acteurs financiers.

Ainsi, l'AMAFI propose que, dès lors qu'un État Membre a mis en œuvre des mesures nationales équivalentes à celles publiées par l'ESMA et reconnues par cette dernière, les mesures de l'ESMA cessent de s'appliquer dans cet État membre ce qui éviterait ainsi la coexistence de mesures de nature différente<sup>23</sup>.

Par ailleurs, compte-tenu de la temporalité et du caractère exceptionnel de ce pouvoir d'intervention donné à l'ESMA, il semble primordial que l'ESMA consulte les différentes parties prenantes impactées par ses mesures d'intervention avant de les mettre en œuvre ou de décider de les renouveler.

<sup>23</sup> L'article 40.7 de MiFIR ne venant que solutionner la situation dans laquelle une autorité compétente a mis en œuvre des mesures nationales antérieurement à celles prises par l'ESMA.



## PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE

Règlement (UE) n ° 600/2014	Amendement AMAFI
<p><i>Article 40</i> <b>Pouvoirs d'intervention temporaire de l'AEMF</b></p>	<p><i>Article 40</i> <b>Pouvoirs d'intervention temporaire de l'AEMF</b></p>
<p>[...]</p> <p>3. Lorsqu'elle intervient au titre du présent article, l'AEMF s'assure que son intervention:</p> <p>a) n'a pas d'effet négatif sur l'efficience des marchés financiers ou sur les investisseurs qui soit disproportionné par rapport aux avantages escomptés;</p> <p>b) ne suscite pas de risque d'arbitrage réglementaire, et;</p> <p>c) a été décidée après consultation des instances publiques compétentes pour la surveillance, la gestion et la régulation des marchés agricoles physiques conformément au règlement (CE) n o 1234/2007, lorsque la mesure concerne des instruments dérivés sur matières premières agricoles.</p> <p>Si une autorité compétente ou des autorités compétentes sont intervenues en vertu de l'article 42, l'AEMF peut prendre l'une des mesures visées au paragraphe 1, sans rendre l'avis prévu à l'article 43.</p> <p>[...]</p> <p>6. L'AEMF examine les interdictions ou les restrictions imposées en application du paragraphe 1 à intervalles réguliers et au moins tous les trois mois. Si l'interdiction ou la restriction n'est pas renouvelée après cette période de trois mois, elle expire.</p> <p>[...]</p>	<p>[...]</p> <p>3. Lorsqu'elle intervient au titre du présent article, l'AEMF s'assure que son intervention:</p> <p>a) n'a pas d'effet négatif sur l'efficience des marchés financiers ou sur les investisseurs qui soit disproportionné par rapport aux avantages escomptés;</p> <p>b) ne suscite pas de risque d'arbitrage réglementaire, et;</p> <p>c) a été décidée après consultation des <u>différentes parties prenantes qui seraient impactées par cette décision, notamment les autorités compétentes, les investisseurs et les entreprises d'investissement</u> instances publiques compétentes pour la surveillance, la gestion et la régulation des marchés agricoles physiques conformément au règlement (CE) n o 1234/2007, lorsque la mesure concerne des instruments dérivés sur matières premières agricoles.</p> <p>Si une autorité compétente ou des autorités compétentes sont intervenues en vertu de l'article 42, l'AEMF peut prendre l'une des mesures visées au paragraphe 1, sans rendre l'avis prévu à l'article 43.</p> <p>[...]</p> <p>6. L'AEMF examine les interdictions ou les restrictions imposées en application du paragraphe 1 à intervalles réguliers et au moins tous les trois mois. Si l'interdiction ou la restriction n'est pas renouvelée après cette période de trois mois, elle expire.</p> <p><u>Avant tout renouvellement, la consultation des parties prenantes prévue au paragraphe 3.c doit également être réalisée.</u></p>

	<p><b><u>Les interdictions ou les restrictions imposées en application du paragraphe 1 et leurs éventuelles reconductions cessent de s'appliquer aux Etats Membres dès lors qu'ils ont mis en œuvre des dispositions nationales similaires approuvées par l'ESMA.</u></b></p> <p>[...]</p>
--	--

### 3. FOURNITURE D'INFORMATIONS - REpondre AUX NOUVELLES EXIGENCES ECONOMIQUES ET ENVIRONNEMENTALES SANS REMETTRE EN CAUSE LA BONNE INFORMATION DES CLIENTS

---

MIF 2 n'a pas innové dans le domaine de la fourniture d'informations par l'entreprise d'investissement à ses clients.

En effet, l'article 3 du règlement délégué (UE) 2017/565<sup>24</sup> pris en application de MIF 2 n'est autre que l'article 3 de la directive 2006/79/CE<sup>25</sup> portant exécution de MIF 1. Il entérine, lors de la fourniture d'informations, la prééminence du papier sauf à ce que le client, entre autres conditions, en décide formellement autrement.

Cette exigence qui date de la genèse de MIF au début des années 2000, n'est plus adaptée aux réalités actuelles des relations entre les entreprises d'investissement et leurs clients et va à l'encontre des objectifs de développement durable chers à l'Union, sans pour autant favoriser une meilleure information desdits clients.

C'est la raison pour laquelle une modification de l'article 3 du règlement précité est proposée.

#### ➤ **Répondre aux exigences de dématérialisation et de digitalisation**

La digitalisation, portée par des technologies en évolution constante et des clients toujours exigeants, constitue depuis de nombreuses années une réalité, y compris dans le domaine financier.

Pour les entreprises d'investissement, continuer à innover vers la dématérialisation et améliorer continuellement leur réactivité est une question de survie.

Le cadre réglementaire régissant les services rendus par ces acteurs se doit donc d'évoluer en parallèle afin de ne pas pénaliser les entreprises dans leur transformation.

L'utilisation du papier par défaut pour la fourniture d'informations aux clients n'est ainsi plus adaptée : elle est incompatible avec les impératifs économiques de digitalisation des entreprises d'investissement et constitue un frein majeur à la réactivité de l'entreprise réclamée par ses clients.

#### ➤ **Répondre aux défis environnementaux : la finance durable**

Le développement durable constitue l'une des priorités affichées de l'Union. La Commission soutient la transition vers un système financier durable et a adopté un plan d'action en mars 2018 dont découlent des initiatives réglementaires en cours d'examen. Plus largement, dans son document de réflexion « Vers une Europe durable à l'horizon 2030 », elle notait en janvier 2019 : « Le développement durable est un

<sup>24</sup> [Règlement délégué \(UE\) 2017/565](#) de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

<sup>25</sup> [Directive 2006/73/CE](#) de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

développement qui répond aux besoins des générations actuelles sans compromettre la capacité des générations futures à satisfaire les leurs » et insistait sur l'importance cruciale d'une consommation raisonnée.

L'utilisation massive du papier va tout simplement à l'encontre de ces objectifs.

➤ **Favoriser la bonne information des clients**

Il n'est pas démontré que la fourniture d'informations sur support papier favorise une meilleure information du client. En effet, l'envoi de documents papier peut en réalité se révéler inefficace à cet égard : destinataire ou service erroné, changement d'adresse, difficulté de mise à jour des contacts clients, perte de la documentation (...) avec un fort risque de non prise en compte et de non-traitement de la documentation. Les entreprises d'investissement ont d'ailleurs constaté des taux de retour de documents papier souvent très faible.

Outre ses avantages en termes d'accès réel au client, le document numérique répond à deux préoccupations essentielles : le stockage et la recherche d'informations qui permet un accès rapide aux éléments auxquels le client souhaite se référer.

Par ailleurs et en tout état de cause, l'encadrement de l'utilisation du support numérique permet de garantir un niveau de protection au moins équivalent aux supports papiers. C'est ce qu'ont d'ailleurs considéré les autorités françaises dans le cadre de la dématérialisation des relations contractuelles dans le secteur financier<sup>26</sup>.

### PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE

Règlement Délégué 2017/565	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 3</i> <b>Conditions applicables à la fourniture d'informations</b></p> <p>1. Lorsqu'en application du présent règlement, des informations doivent être fournies sur un support durable, au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 62), de la directive 2014/65/UE, les entreprises d'investissement ne sont autorisées à publier lesdites informations sur un support durable autre que le papier qu'à la condition que :</p> <p>(a) la fourniture de ces informations par ce moyen est adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre l'entreprise et le client ; et</p> <p>(b) la personne à qui les informations doivent être fournies, après s'être vu proposer le choix entre la fourniture des informations sur papier ou cet autre support durable, opte formellement pour la fourniture de l'information sur cet autre support.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 3</i> <b>Conditions applicables à la fourniture d'informations</b></p> <p>1. Lorsqu'en application du présent règlement, des informations doivent être fournies sur un support durable, au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 62), de la directive 2014/65/UE, les entreprises d'investissement ne sont autorisées à publier lesdites informations sur un support durable autre que le papier qu'à la condition que :</p> <p>(a) la fourniture de ces informations par ce moyen est adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre l'entreprise et le client ; et</p> <p>(b) la personne à qui les informations doivent être fournies, après s'être vu proposer le choix entre la fourniture des informations sur papier ou cet autre support durable, <del>opte formellement pour la fourniture de l'information sur cet autre support</del> <b>n'ait pas formellement opté pour la fourniture de l'information sur papier.</b></p>

<sup>26</sup> [Ordonnance n°2017-1433](#) du 4 octobre 2017 relative à la dématérialisation des relations contractuelles dans le secteur financier

<p>2. Lorsque, en vertu de l'article 46, 47, 48, 49 ou 50 ou de l'article 66, paragraphe 3, du présent règlement, des entreprises d'investissement fournissent des informations à un client au moyen d'un site web et que ces informations ne sont pas adressées personnellement au client, les entreprises d'investissement veillent à ce que les conditions suivantes soient respectées :</p> <p>(a) la fourniture de ces informations par ce moyen est adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre l'entreprise et le client ;</p> <p>(b) le client doit consentir formellement à la fourniture de ces informations sous cette forme ;</p> <p>(c) le client doit se voir notifier par voie électronique l'adresse du site web et l'endroit du site web où il peut avoir accès à ces informations ;</p> <p>(d) les informations doivent être à jour ;</p> <p>(e) les informations doivent être accessibles de manière continue via le site web pendant le laps de temps qui est raisonnablement nécessaire au client pour les examiner.</p> <p>3. Aux fins du présent article, la fourniture d'informations au moyen de communications électroniques est considérée comme adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre l'entreprise et le client s'il est prouvé que le client dispose d'un accès régulier à l'internet. La fourniture par le client d'une adresse électronique aux fins de la conduite de ces affaires est interprétée comme une preuve de cet accès régulier.</p>	<p>2. Lorsque, en vertu de l'article 46, 47, 48, 49 ou 50 ou de l'article 66, paragraphe 3, du présent règlement, des entreprises d'investissement fournissent des informations à un client au moyen d'un site web <del>et que ces informations ne sont pas adressées personnellement au client</del>, les entreprises d'investissement veillent à ce que les conditions suivantes soient respectées :</p> <p>(a) la fourniture de ces informations par ce moyen est adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre l'entreprise et le client ;</p> <p>(b) le client <del>doit consentir formellement à la fourniture de ces informations sous cette forme</del>, <b>après s'être vu proposer la possibilité de se voir adresser personnellement ces informations, n'a pas formellement opté pour la fourniture de l'information sous cette forme ;</b></p> <p>(c) le client doit se voir notifier par voie électronique l'adresse du site web et l'endroit du site web où il peut avoir accès à ces informations ;</p> <p>(d) les informations doivent être à jour ;</p> <p>(e) les informations doivent être accessibles de manière continue via le site web pendant le laps de temps qui est raisonnablement nécessaire au client pour les examiner.</p> <p>3. Aux fins du présent article, la fourniture d'informations au moyen de communications électroniques est considérée comme adaptée au contexte dans lequel sont ou seront conduites les affaires entre l'entreprise et le client s'il est prouvé que le client dispose d'un accès régulier à l'internet. La fourniture par le client d'une adresse électronique aux fins de la conduite de ces affaires est interprétée comme une preuve de cet accès régulier.</p>
--	---

#### 4. VERIFICATION DU CARACTERE ADEQUAT

##### ➤ *Orientation relative à la connaissance des produits*

Comme elle en avait fait part au moment de la rédaction des Orientations, l'AMAFI est fortement opposée à l'Orientation 7 « Dispositions nécessaires pour comprendre les produits d'investissement » des Orientations de l'ESMA relatives à *Suitability*<sup>27</sup>. En effet, depuis l'entrée en application de MIF 2, et contrairement à MIF 1, les problématiques de connaissance des produits par le PSI les commercialisant sont désormais encadrées par le dispositif Gouvernance Produits et n'ont donc plus lieu d'être dans le dispositif *Suitability*.

<sup>27</sup> Orientations de l'ESMA concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, version française datant du 6 novembre 2018 ([ESMA35-43-1163](#)).

Cette Orientation est d'autant plus préjudiciable que les obligations qu'elle contient sont, au mieux, redondantes et, au pire, en contradiction avec celles de Gouvernance Produits : par exemple, le paragraphe 72 requiert que l'EI qui conseille (« distributeur » dans le cadre de Gouvernance Produits) obtienne des informations sur les instruments financiers de la part de plusieurs fournisseurs de données, or, dans le cadre de Gouvernance Produits les informations doivent à prendre en compte sont celles communiquées par le Producteur (c'est-à-dire une unique source de données).

## PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE

### *Orientations de l'ESMA relatives à Suitability – Orientation générale n°7*

L'AMAFI propose de supprimer l'Orientation générale n°7.

#### ➤ *Prise en compte du risque de concentration*

Le paragraphe 81 des Orientations de l'ESMA relatives à *Suitability* oblige les PSI à prendre en compte les risques de crédit et plus particulièrement à vérifier que le client n'a pas en portefeuille des produits émis par un unique émetteur ou un nombre trop restreint d'émetteurs (« risque de concentration »). Or, d'une part, les entreprises d'investissement n'ont pas de visibilité sur tous les instruments financiers détenus par leurs clients dans d'autres établissements, de sorte que ce suivi du risque de crédit / de concentration ne peut être effectué que sur une partie des actifs du client, qui ne peut être que partielle. D'autre part, compte tenu des obligations relatives à l'information des investisseurs et à la rédaction de la documentation commerciale, l'investisseur est déjà pleinement informé que s'il investit dans ce produit X, il prend un risque de crédit sur l'émetteur Y.

L'AMAFI suggère donc que l'ESMA recommande, à titre de bonne pratique, aux entreprises d'investissement de prévenir les investisseurs lorsque, à leur connaissance, leur risque de crédit peut être considéré comme trop concentré. Toutefois, les entreprises ne peuvent être tenues de surveiller étroitement et systématiquement ce risque ni d'appliquer des méthodologies assorties de mécanismes de seuil.

## PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE

Orientations de l'ESMA relatives à <i>Suitability</i>	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Paragraphe 81</i></p> <p><i>Lorsqu'une entreprise procède à une évaluation de l'adéquation fondée sur l'examen de l'ensemble du portefeuille du client, elle devrait veiller à ce qu'un degré de diversification suffisant soit conféré au portefeuille du client, en tenant compte de l'exposition du portefeuille aux différents risques financiers (exposition géographique, exposition de change, exposition à une classe d'actifs, etc.). Lorsque, par exemple, l'entreprise estime que le portefeuille d'un client est trop petit pour permettre une véritable diversification du point de vue du risque de crédit, elle pourrait envisager de diriger ce client vers des types d'investissements «garantis» ou intrinsèquement diversifiés (comme, par exemple, un fonds de placement diversifié).</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>Paragraphe 81</i></p> <p><i>Lorsqu'une entreprise procède à une évaluation de l'adéquation fondée sur l'examen de l'ensemble du portefeuille du client, elle devrait veiller à ce qu'un degré de diversification suffisant soit conféré au portefeuille du client, en tenant compte de l'exposition du portefeuille aux différents risques financiers. <b><u>Si elle estime que le risque de crédit est concentré sur un nombre trop faible d'émetteurs, elle doit en avertir le client.</u></b> (<del>exposition géographique, exposition de change, exposition à une classe d'actifs, etc.</del>). Lorsque, par exemple, l'entreprise estime que le portefeuille d'un client est trop petit pour permettre une véritable diversification du point de vue du risque de crédit, elle pourrait envisager de diriger ce client</i></p>

<p>Les entreprises devraient se montrer particulièrement attentives au risque de crédit: l'exposition du portefeuille du client à un seul émetteur ou à des émetteurs appartenant au même groupe devrait faire l'objet d'une attention scrupuleuse. En effet, si le portefeuille d'un client rassemble des produits émis par une seule entité (ou des entités du même groupe) et que cette entité est insolvable, le client pourrait perdre jusqu'à la totalité de son investissement. Lorsqu'elles exercent leurs activités dans le cadre de modèles dits d'autoplacement, les entreprises ne doivent pas oublier la déclaration de l'ESMA de 2016 sur la directive BRRD24, selon laquelle les entreprises «devraient éviter la concentration excessive d'investissements dans des instruments financiers soumis au régime de résolution émis par les entreprises elles-mêmes ou par des entités du même groupe». Par conséquent, outre les méthodes qu'elles doivent mettre en oeuvre pour l'évaluation du risque de crédit des produits (voir l'orientation n° 7), les entreprises devraient également adopter des mesures et des procédures ad hoc pour garantir que la concentration du risque de crédit est effectivement identifiée, contrôlée et atténuée (par exemple, elles pourraient intégrer la fixation ex ante de seuils)</p>	<p><del>vers des types d'investissements «garantis» ou intrinsèquement diversifiés (comme, par exemple, un fonds de placement diversifié).</del></p> <p><del>Les entreprises devraient se montrer particulièrement attentives au risque de crédit: l'exposition du portefeuille du client à un seul émetteur ou à des émetteurs appartenant au même groupe devrait faire l'objet d'une attention scrupuleuse. En effet, si le portefeuille d'un client rassemble des produits émis par une seule entité (ou des entités du même groupe) et que cette entité est insolvable, le client pourrait perdre jusqu'à la totalité de son investissement. Lorsqu'elles exercent leurs activités dans le cadre de modèles dits d'autoplacement, les entreprises ne doivent pas oublier la déclaration de l'ESMA de 2016 sur la directive BRRD24, selon laquelle les entreprises «devraient éviter la concentration excessive d'investissements dans des instruments financiers soumis au régime de résolution émis par les entreprises elles-mêmes ou par des entités du même groupe». Par conséquent, outre les méthodes qu'elles doivent mettre en oeuvre pour l'évaluation du risque de crédit des produits (voir l'orientation n° 7), les entreprises devraient également adopter des mesures et des procédures ad hoc pour garantir que la concentration du risque de crédit est effectivement identifiée, contrôlée et atténuée (par exemple, elles pourraient intégrer la fixation ex ante de seuils)</del></p>
--	--

➤ **(3) Changements d'investissement**

Le paragraphe 91 des Orientations de l'ESMA relatives à *Suitability* oblige les PSI à inclure au sein du rapport d'adéquation « les raisons pour lesquelles les avantages de l'arbitrage recommandé sont supérieurs à ses coûts ». Or, les niveaux 1 et 2 de MIF 2 n'imposent aucun formalisme sur la manière dont les PSI doivent communiquer ces informations aux clients non-professionnels. Le niveau 3 ne pouvant créer d'obligations complémentaires, l'AMAFI propose de supprimer ce paragraphe imposant que l'information soit incluse dans le rapport d'adéquation.

**PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE**

Orientations de l'ESMA relatives à <i>Suitability</i>	Amendement AMAFI
<p><i>Paragraphe 91</i></p> <p>Lorsqu'une entreprise fournit des conseils en investissement, elle devrait expliquer clairement les raisons pour lesquelles les avantages de l'arbitrage recommandé sont supérieurs à ses coûts dans le rapport d'adéquation qu'elle est</p>	<p><i>Paragraphe 91</i></p> <p>Lorsqu'une entreprise fournit des conseils en investissement, elle devrait expliquer clairement les raisons pour lesquelles les avantages de l'arbitrage recommandé sont supérieurs à ses coûts dans le rapport d'adéquation qu'elle est</p>

tenue de fournir au client de détail avant la transaction.	<del>tenue de fournir au client de détail avant la transaction.</del>
--	---



## Annexe 4

### MIF 2 REFIT – Territorialité DTO/STO et obligations de transparence

---

#### PRIORITES ET PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS

- (1) Exclure du champ de la STO/DTO européenne les transactions des entreprises d'investissement de l'UE-27 basées dans des pays tiers**
  - *V. modifications de l'article 14.1, article 18.1, article 23.1 et article 28.1 du Règlement (UE) 600/2014*
  
- (2) Exonérer des obligations de transparence les succursales pays tiers des entreprises d'investissement de l'UE-27**
  - *V. modifications de l'article 20.2 et article 21.1 du Règlement (UE) 600/2014*

Au moment où il existe un large consensus sur le fait que les marchés financiers et les entreprises d'investissement doivent jouer un rôle plus important dans le financement de l'économie de l'UE, il est essentiel de veiller à ce que la réglementation n'affecte pas inutilement la compétitivité des entreprises d'investissement européennes. De ce point de vue, la question de la territorialité des réglementations de l'UE et les coûts et avantages découlant de leur application aux succursales d'entreprises de l'UE établies dans des pays tiers, devraient être examinés en profondeur. Pour les entreprises d'investissement de l'UE, les questions en jeu concernent la compétitivité et les coûts. En effet, les entreprises d'investissement européennes ne devraient pas être tenues d'appliquer les obligations découlant à la fois de la réglementation de l'Union et de celle des pays tiers, car, dans la pratique, de telles situations entraînent l'application de l'obligation la plus contraignante et la création de conditions de concurrence inégales, au détriment des entreprises d'investissement européennes.

De l'avis de l'AMAFI, la STO<sup>28</sup> et l'obligation de négociation de produits dérivés (DTO)<sup>29</sup> ne devraient pas s'appliquer aux transactions effectuées par les succursales d'entreprises d'investissement de l'UE établies dans des pays tiers. Nous estimons que l'application des obligations commerciales de l'UE aux transactions impliquant des succursales d'entreprises européennes ne contribuerait pas à la protection des investisseurs de l'Union ou à l'intégrité des marchés de l'UE. De ce fait, il est préférable d'appliquer uniquement les règles locales.

L'AMAFI plaide également en faveur d'une exonération des obligations de transparence pour les succursales de pays tiers des entreprises de l'UE afin qu'elles puissent rester compétitives. Les règles de transparence de MiFIR<sup>30</sup> ont un impact direct sur la compétitivité des entreprises d'investissement européennes qui ont une succursale en dehors de l'UE, principalement aux États-Unis et en Asie. Les succursales de l'UE sont confrontées à un désavantage concurrentiel en raison des différences importantes entre le régime de transparence de l'Union et les régimes locaux. Par exemple, ils sont tenus d'afficher les cotations pré-négociation ainsi que la transparence post-négociation alors que leurs concurrents ne sont pas tenus de se conformer à ces mêmes exigences.

---

<sup>28</sup> Article 23 MiFIR

<sup>29</sup> Article 28 MiFIR

<sup>30</sup> Articles 14, 18, 20 et 21 de MiFIR



**PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE**

Règlement (EU) N° 600/2014	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 23</i></p> <p><b>Obligation de négociation pour les entreprises d'investissement</b></p> <p>1. Une entreprise d'investissement veille à ce que les négociations qu'elle mène sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé ou sur des actions négociées sur une plate-forme de négociation se déroulent sur un marché réglementé, dans le cadre d'un MTF, d'un internalisateur systématique ou sur la plate-forme de négociation d'un pays tiers jugée équivalente, conformément à l'article 25, paragraphe 4, point a), de la directive 2014/65/UE, le cas échéant, à moins que ces négociations ne présentent les caractéristiques suivantes:</p> <p>a) elles ont un caractère non systématique, ad hoc, occasionnel et peu fréquent, ou</p> <p>b) elles s'effectuent entre des contreparties éligibles et/ou professionnelles et ne contribuent pas au processus de fixation des prix.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 23</i></p> <p><b>Obligation de négociation pour les entreprises d'investissement</b></p> <p>1. Une entreprise d'investissement veille à ce que les négociations qu'elle mène sur des actions admises à la négociation sur un marché réglementé ou sur des actions négociées sur une plate-forme de négociation se déroulent sur un marché réglementé, dans le cadre d'un MTF, d'un internalisateur systématique ou sur la plate-forme de négociation d'un pays tiers jugée équivalente, conformément à l'article 25, paragraphe 4, point a), de la directive 2014/65/UE, le cas échéant, à moins que ces négociations ne présentent les caractéristiques suivantes:</p> <p>a) elles ont un caractère non systématique, ad hoc, occasionnel et peu fréquent, ou</p> <p>b) elles s'effectuent entre des contreparties éligibles et/ou professionnelles et ne contribuent pas au processus de fixation des prix.</p> <p><b><u>Cela ne s'applique pas aux transactions effectuées par les succursales d'entreprises d'investissement de l'UE établies dans des pays tiers.</u></b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Article 28</i></p> <p><b>Obligation de négocier sur des marchés réglementés, des MTF ou des OTF</b></p> <p>1. Les contreparties financières au sens de l'article 2, paragraphe 8, du règlement (UE) no 648/2012, et les contreparties non financières remplissant les conditions visées à l'article 10, paragraphe 1, point b), dudit règlement, qui concluent des transactions qui ne sont ni des transactions intragroupe au sens de l'article 3 de ce règlement ni des transactions couvertes par les dispositions transitoires de l'article 89 dudit règlement avec les autres contreparties financières ou avec les autres contreparties non financières</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 28</i></p> <p><b>Obligation de négocier sur des marchés réglementés, des MTF ou des OTF</b></p> <p>1. Les contreparties financières au sens de l'article 2, paragraphe 8, du règlement (UE) no 648/2012, et les contreparties non financières remplissant les conditions visées à l'article 10, paragraphe 1, point b), dudit règlement, qui concluent des transactions qui ne sont ni des transactions intragroupe au sens de l'article 3 de ce règlement ni des transactions couvertes par les dispositions transitoires de l'article 89 dudit règlement avec les autres contreparties financières ou avec les autres contreparties non financières</p>

<p>remplissant les conditions visées à l'article 10, paragraphe 1, point b) du règlement (UE) no 648/2012 portant sur des dérivés appartenant à une catégorie d'instruments dérivés qui a été déclarée soumise à l'obligation de négociier selon la procédure prévue à l'article 32 et inscrite au registre visé à l'article 34, le font uniquement sur:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) des marchés réglementés;</li> <li>b) des MTF;</li> <li>c) des OTF; ou</li> <li>d) des plates-formes de négociation de pays tiers, pour autant que la Commission ait adopté une décision conformément au paragraphe 4 et que le pays tiers prévoit un système effectif équivalent pour la reconnaissance des plates-formes de négociation autorisées au titre de la directive 2014/65/UE à admettre à la négociation ou à négocier des instruments dérivés déclarés soumis à une obligation de négociation dans ce pays tiers sur une base non exclusive.</li> </ul>	<p>remplissant les conditions visées à l'article 10, paragraphe 1, point b) du règlement (UE) no 648/2012 portant sur des dérivés appartenant à une catégorie d'instruments dérivés qui a été déclarée soumise à l'obligation de négociier selon la procédure prévue à l'article 32 et inscrite au registre visé à l'article 34, le font uniquement sur:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) des marchés réglementés;</li> <li>b) des MTF;</li> <li>c) des OTF; ou</li> <li>d) des plates-formes de négociation de pays tiers, pour autant que la Commission ait adopté une décision conformément au paragraphe 4 et que le pays tiers prévoit un système effectif équivalent pour la reconnaissance des plates-formes de négociation autorisées au titre de la directive 2014/65/UE à admettre à la négociation ou à négocier des instruments dérivés déclarés soumis à une obligation de négociation dans ce pays tiers sur une base non exclusive.</li> </ul> <p><b><u>L'obligation de négociation ne s'applique pas aux transactions effectuées par les succursales d'entreprises d'investissement de l'UE établies dans des pays tiers.</u></b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Article 14</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligation pour les internalisateurs systématiques de rendre publiques des prix fermes pour les actions, les certificats représentatifs, les fonds cotés, les certificats préférentiels et autres instruments financiers similaire</b></p> <p>1. Les entreprises d'investissement rendent publiques des prix fermes pour les actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires négociés sur une plate-forme de négociation pour lesquels elles sont internalisateurs systématiques et pour lesquels il existe un marché liquide.</p> <p>Lorsqu'il n'existe pas de marché liquide pour les instruments financiers visés au premier alinéa, les internalisateurs systématiques communiquent les prix à leurs clients sur demande.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 14</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligation pour les internalisateurs systématiques de rendre publiques des prix fermes pour les actions, les certificats représentatifs, les fonds cotés, les certificats préférentiels et autres instruments financiers similaire</b></p> <p>1. Les entreprises d'investissement rendent publiques des prix fermes pour les actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires négociés sur une plate-forme de négociation pour lesquels elles sont internalisateurs systématiques et pour lesquels il existe un marché liquide.</p> <p>Lorsqu'il n'existe pas de marché liquide pour les instruments financiers visés au premier alinéa, les internalisateurs systématiques communiquent les prix à leurs clients sur demande.</p> <p><b><u>Cela ne s'applique pas aux transactions effectuées par les succursales d'entreprises d'investissement de l'UE établies dans des pays tiers.</u></b></p>

<p style="text-align: center;"><i>Article 18</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligation pour les internalisateurs systématiques de rendre publiques des prix fermes pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés</b></p> <p>1. Les entreprises d'investissement rendent publiques des prix fermes pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés négociés sur une plate-forme de négociation pour lesquels elles sont internalisateurs systématiques et pour lesquels il existe un marché liquide lorsque les conditions suivantes sont remplies:</p> <p>a) l'un de leurs clients leur demande de proposer un prix; b) ils acceptent de proposer un prix.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 18</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligation pour les internalisateurs systématiques de rendre publiques des prix fermes pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés</b></p> <p>1. Les entreprises d'investissement rendent publiques des prix fermes pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés négociés sur une plate-forme de négociation pour lesquels elles sont internalisateurs systématiques et pour lesquels il existe un marché liquide lorsque les conditions suivantes sont remplies:</p> <p>a) l'un de leurs clients leur demande de proposer un prix; b) ils acceptent de proposer un prix.</p> <p><b><u>Cela ne s'applique pas aux transactions effectuées par les succursales d'entreprises d'investissement de l'UE établies dans des pays tiers.</u></b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Article 20</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligations de transparence post-négociation des entreprises d'investissement, y compris les internalisateurs systématiques, pour les actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires</b></p> <p>1. Les entreprises d'investissement qui concluent, pour compte propre ou pour le compte de clients, des transactions portant sur des actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires négociés sur une plate-forme de négociation rendent publics le volume et le prix de ces transactions ainsi que l'heure de leur conclusion. Ces informations sont rendues publiques par l'intermédiaire d'un dispositif de publication agréé.</p> <p>2. Les informations rendues publiques conformément au paragraphe 1 du présent article et les délais de cette publication respectent les exigences fixées conformément à l'article 6, y compris les actes délégués adoptés conformément à l'article 7, paragraphe 2, point a). Si les mesures adoptées conformément à l'article 7 prévoient la publication différée pour certaines catégories de transactions sur actions, certificats représentatifs,</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 20</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligations de transparence post-négociation des entreprises d'investissement, y compris les internalisateurs systématiques, pour les actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires</b></p> <p>1. Les entreprises d'investissement qui concluent, pour compte propre ou pour le compte de clients, des transactions portant sur des actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires négociés sur une plate-forme de négociation rendent publics le volume et le prix de ces transactions ainsi que l'heure de leur conclusion. Ces informations sont rendues publiques par l'intermédiaire d'un dispositif de publication agréé.</p> <p>2. Les informations rendues publiques conformément au paragraphe 1 du présent article et les délais de cette publication respectent les exigences fixées conformément à l'article 6, y compris les actes délégués adoptés conformément à l'article 7, paragraphe 2, point a). Si les mesures adoptées conformément à l'article 7 prévoient la publication différée pour certaines catégories de transactions sur actions, certificats représentatifs,</p>

<p>fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires négociés sur une plate-forme de négociation, cette possibilité s'applique aussi à ces transactions lorsqu'elles ont lieu en dehors d'une plate-forme de négociation.</p>	<p>fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires négociés sur une plate-forme de négociation, cette possibilité s'applique aussi à ces transactions lorsqu'elles ont lieu en dehors d'une plate-forme de négociation.</p> <p><b><u>Cela ne s'applique pas aux transactions effectuées par les succursales d'entreprises d'investissement de l'UE établies dans des pays tiers.</u></b></p>
<p style="text-align: center;"><i>Article 21</i></p> <p><b>Obligations de transparence post-négociation des entreprises d'investissement, y compris les internalisateurs systématiques, pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés</b></p> <p>1. Les entreprises d'investissement qui concluent, pour compte propre ou pour le compte de clients, des transactions portant sur des obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés négociés sur une plate-forme de négociation rendent publics le volume et le prix de ces transactions ainsi que l'heure à laquelle elles ont été conclues. Ces informations sont rendues publiques par l'intermédiaire d'un dispositif de publication agréé</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 21</i></p> <p><b>Obligations de transparence post-négociation des entreprises d'investissement, y compris les internalisateurs systématiques, pour les obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés</b></p> <p>1. Les entreprises d'investissement qui concluent, pour compte propre ou pour le compte de clients, des transactions portant sur des obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés négociés sur une plate-forme de négociation rendent publics le volume et le prix de ces transactions ainsi que l'heure à laquelle elles ont été conclues. Ces informations sont rendues publiques par l'intermédiaire d'un dispositif de publication agréé.</p> <p><b><u>Cela ne s'applique pas aux transactions effectuées par les succursales d'entreprises d'investissement de l'UE établies dans des pays tiers.</u></b></p>

## ANNEXE 5

### MIF 2 REFIT

#### Coûts des données de marché & Consolidated tape

---

#### PRIORITE

Rendre opérationnelle la notion de *reasonable commercial basis* en prônant la simplification et l'harmonisation des grilles tarifaires, contrats et procédures d'audit des plateformes de négociation

#### 1. CONTEXTE

---

La question du coût des données de marché (données pré- et post-négociation) constitue une préoccupation majeure pour les membres de l'AMAFI. Le coût des données de marché ainsi que la mise en œuvre d'une *consolidated tape* (CTP) pour l'équité sont des sujets pour lesquels la Commission européenne, après consultation de l'ESMA, doit présenter un rapport au Parlement européen et au Conseil.

Le 12 juillet 2019, l'ESMA a publié un document de consultation sur ces questions. Le présent document constitue la position générale de l'AMAFI qui a été exprimée dans sa réponse au document de consultation (AMAFI / 19-84).

#### 2. COUT DE LA DONNEE PRE- ET POST-NEGOCIATION

---

##### ➤ *Analyse des dispositions de MiFID II/MiFIR pour les données de marché*

MiFID II contient des dispositions visant à améliorer la qualité et la disponibilité des données de marché et à **réduire** les coûts pour les acteurs du marché. Afin de réduire les coûts, MiFID II exige que les systèmes de négociation rendent les données pré- et post-négociation disponibles séparément et les rendent disponibles sur une base commerciale raisonnable ("*reasonable commercial basis*"). En outre, 15 minutes après la publication, les données du marché doivent être librement accessibles.

Les participants au marché estiment que, jusqu'à présent, MiFID II n'a pas atteint son objectif de baisse des prix des données de marché. Les principales raisons sont énumérées ci-dessous :

- Les prix unitaires des données du marché n'ont pas diminué et, dans certains cas, ont continué à augmenter dans une faible proportion ;
- Les plateformes de négociation ont ajouté plusieurs éléments à leur liste de prix afin de fournir des données séparément et ont transformé les licences existantes. Par exemple, de nombreuses plateformes de négociation ont introduit de nouveaux frais de données de marché pour couvrir l'utilisation de leurs données par les internalisateurs systématiques ou d'autres plateformes de négociation ;
- Les contrats d'information de marché proposés par les plateformes de négociation deviennent de plus en plus complexes et difficiles à comprendre et à respecter. Cela s'est traduit par une augmentation significative des ressources nécessaires pour contrôler l'utilisation des données du marché ;

- Les procédures d'audit imposées sont également de plus en plus coûteuses ;
- Les plateformes de négociation ne sont pas encouragées à baisser leurs prix dans la mesure où chaque plateforme de négociation, notamment chaque marché réglementé, fournit des ensembles de données indispensables et qui ne peuvent être remplacés.

Par conséquent, les participants au marché doivent faire face (i) à des coûts accrus pour l'acquisition et la gestion des données et (ii) à des procédures d'audit complexes.

La plupart des plateformes de négociation reconnaissent que les revenus qu'ils tirent des services de données de marché sont au moins stables, voire augmentent d'un faible pourcentage chaque année. Cet effet paradoxal s'explique par le fait que la plupart des entreprises d'investissement ont mis en place d'importants programmes d'optimisation en vue de réduire leurs coûts globaux de données de marché. Ces programmes ont permis de réduire considérablement le nombre d'utilisateurs de *front office* ayant accès aux données de marché en temps réel, issues des plateformes de négociation.

Dans l'ensemble, il apparaît que, pour maintenir le même niveau de revenus, les systèmes de négociation tendent à compenser la diminution du nombre d'utilisateurs en augmentant les coûts pour chaque client, **ce qui constitue un cercle vicieux pour tous les acteurs du marché.**

Le tableau ci-dessous donne quelques exemples d'informations publiques relatives aux recettes tirées des données de marché des principales plateformes de négociation de l'UE, ainsi que le nombre d'utilisateurs.

- Selon Deutsche Borse Group Q4 et FY/2018 Preliminary Results, les abonnements aux services de données (nombre d'utilisateurs) ont baissé de 18% entre le T4/17 et le T4/18, les revenus correspondants sont restés stables sur la même période.
- Selon les rapports financiers de BME, le chiffre d'affaires de BME sur Market Data & VAS est passé de 59 M€ en 2016 à 66,7 M€ en 2018, soit +13,1% sur une période de 2 ans.
- Selon les rapports financiers de LSEG Financial, les revenus issus des données boursières en temps réel du London Stock Exchange Group (y compris Borsa Italia) ont augmenté de 14% sur une période de 3 ans entre 2015 (82,2 M£) et 2018 (94 M£) alors que le nombre d'accès a, quant à lui, diminué de 16% sur la même période (de 207k à 174k).

Il convient également de noter que le pouvoir réglementaire de l'ESMA ne s'applique qu'aux entités réglementées. Pourtant, la structure du marché et la chaîne de valeur dans laquelle les données de marché sont produites et consommées sont complexes et dépendent non seulement des plateformes de négociation, mais aussi des **fournisseurs de données qui ne sont pas réglementés pour ce type d'activités**. Sur l'ensemble de la chaîne de valeur des données de marché, les systèmes de négociation ne sont souvent pas « la dernière étape » de la distribution des données, car une proportion considérable d'utilisateurs obtient des données par le biais de redistributeurs de données. A titre d'exemple, Euronext ne contrôle pas les frais facturés aux utilisateurs finaux pour la consommation de 74% de leurs données de marché car celles-ci sont facturées directement par les redistributeurs de données. Les variations de prix auxquelles sont confrontés les utilisateurs finaux ne sont donc pas uniquement dues aux plateformes de négociation, puisque les redistributeurs de données facturent des majorations et/ou des frais supplémentaires.

Lors de l'analyse de l'évolution des frais des données de transparence pré- et post-négociation au prisme des dispositions relatives à la *reasonable commercial basis*, il importe de tenir dûment compte de la part et du poids relatif des coûts des données de marché qui découlent d'un côté des systèmes de négociation et, de l'autre côté, de ceux qui proviennent du reste de la chaîne de valeur des données du marché.

Une initiative qui aiderait grandement le marché à appréhender exhaustivement la composition du coût des données serait l'imposition d'une obligation de transparence aux redistributeurs de données et à l'égard de leurs propres systèmes de tarification.

➤ **Propositions de l'AMAFI**

L'AMAFI considère que le concept de *reasonable commercial basis* s'est avéré jusqu'à présent difficile à maîtriser, tant pour l'industrie que pour les autorités. Néanmoins, à ce stade, l'AMAFI n'est pas favorable à l'adoption d'approches intrusives telles que le modèle *Long Run Incremental Cost* + ou bien d'un plafond de revenus.

L'association est d'avis que l'objectif poursuivi devrait être de rendre les exigences de transparence plus efficaces, afin que la transparence puisse être utilisée afin de faire respecter l'obligation de RCB. Ceci suppose que :

- Les listes de prix publiées par les systèmes de négociation deviennent facilement comparables. Cela suppose que les barèmes de commissions prévus par les systèmes de négociation soient harmonisés et simplifiés ;
- Les accords relatifs aux données de marché soient considérablement simplifiés et soient valables pour une période de temps suffisante (au moins un an) afin que les utilisateurs de données puissent éviter de déployer des ressources inutiles.
- Les procédures d'audit soient simplifiées et harmonisées ;
- Les définitions (informations/données de marché, données dérivées/autres travaux/etc. originaux créés, utilisation en affichage, utilisation sans affichage...) soient harmonisées.

L'AMAFI estime qu'il appartient en premier lieu aux plateformes de négociation, en relation avec les acteurs du marché, de mettre en place un ensemble de bonnes pratiques pour atteindre les objectifs mentionnés ci-dessus.

Si tel n'était pas le cas dans un délai raisonnable, l'AMAFI considère que l'ESMA devrait imposer des mesures garantissant la comparabilité et l'harmonisation des pratiques évoquées.

### **3. SYSTEME CONSOLIDE DE PUBLICATION POUR ACTION**

---

Dans le domaine des actions, l'AMAFI considère que l'enjeu principal en matière d'efficacité de la transparence du marché est la diminution des coûts des données de marché. Il n'existe pas de cas d'utilisation clair et évident pour une CTP post-négociation, dans la mesure où les vendeurs de données couvrent environ 90 à 95 % des opérations sur actions de l'UE.



## ANNEXE 6

### MIF 2 REFIT

# Régime d'internalisation systématique pour les dérivés OTC & données de références

#### PRIORITES ET PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS

- (1) **Clarifier que la décision d'être un internalisateur systématique pour des instruments non-TOTV ne peut être décidée que de manière volontaire**
  - *V. modifications de l'article 27.1 du Règlement (UE) 600/2014 et de l'article 1 du Règlement délégué (UE) 2017/585*
- (2) **Clarifier que le régime d'internalisation systématique ne s'applique qu'aux instruments TOTV**
  - *V. modifications de l'article 4.20 de la Directive 2014/65/UE et de l'article 3 du Règlement délégué (UE) 2017/585*

## 1. CONTEXTE

Le règlement délégué [\(UE\) 2017/565](#) prévoit dans l'article 15 qu'une entreprise d'investissement est considérée comme internalisateur systématique sur instruments dérivés appartenant à une catégorie de dérivés lorsqu'elle internalise de façon à ce que certaines limites préétablies pour une base fréquente et systématique et pour une base substantielle sont toutes deux franchies. Indépendamment de l'atteinte de ces seuils, l'entreprise d'investissement peut également choisir d'opter pour le régime d'internalisateur systématique sur ces mêmes instruments dérivés.

Les catégories de dérivés mentionnées dans le RD [\(UE\) 2017/565](#) sont définies dans l'annexe 3 du règlement délégué [\(UE\) 2017/583](#).

Les calculs visant à déterminer les obligations de transparence et les seuils du régime obligatoire sont détaillés à l'article 13 du même règlement délégué [\(UE\) 2017/583](#). Les données mises à disposition par l'ESMA pour établir la base de référence de ces calculs ne comprennent que les données relatives aux instruments TOTV dans la mesure où l'ESMA fonde ses calculs sur les données fournies par les plateformes de négociations, les APAs et les CTPs<sup>31</sup>. En outre, l'ESMA indique dans son Q&A relatif à la transparence<sup>32</sup> que l'autorité ne publie que des informations relatives aux instruments TOTV afin de déterminer si une entreprise d'investissement atteint les seuils requis pour être considérée comme un internalisateur systématique<sup>33</sup>.

*Les éléments du Q&A de l'ESMA cités ci-dessus sont en cohérence avec le fait que (i) les règles de transparence ne concernent que les instruments TOTV et (ii) seules les données relatives à ces mêmes instruments TOTV sont pris en considération pour les calculs de seuils. Ces éléments semblent donc suffisants pour considérer que les instruments non-TOTV ne sont pas à inclure dans ces calculs de seuils.*

<sup>31</sup> Selon [l'article 22 de MiFIR](#)

<sup>32</sup> [ESMA70-872942901-35](#)

<sup>33</sup> [ESMA70-872942901-35 Section 7, Q11](#)



Les instruments qualifiés « uTOTV » sont définis à l'article 26 paragraphe 2 points b) et c) du [règlement UE 600/2014](#). Ces derniers peuvent être, ou non, négociés sur une plateforme de négociation. Dans les deux cas, le sous-jacent est TOTV, sont donc compris :

- Les instruments financiers dont le sous-jacent est un instrument financier admis à la négociation ou négocié sur une plateforme de négociation ;
- Les instruments financiers dont le sous-jacent est un indice ou un panier composé d'instruments financiers admis à la négociation ou négociés sur une plateforme de négociation.

En l'état actuel, une entreprise qui est internalisateur systématique doit fournir à l'autorité compétente les données de référence se rapportant aux instruments uTOTV négociés sur son système.<sup>34</sup> En outre, le règlement délégué [\(UE\) 2017/585](#) relatif aux données de références indique qu'une entreprise d'investissement qui est internalisateur systématique sur une classe d'actifs et qui traite un instrument non-TOTV, mais dont le sous-jacent est TOTV, doit attribuer un code ISIN à cet instrument uTOTV lui-même.

## 2. LE REGIME D'INTERNATIONALISATION SYSTEMATIQUE ET LES INSTRUMENTS NON-TOTV ET UTOTV

---

Il existe des contraintes majeures liées à l'application du régime d'internalisation systématique aux instruments non-TOTV et à l'obligation de fournir des données de référence relatives aux instruments uTOTV. En outre, l'attribution de codes ISIN aux instruments uTOTV cause des difficultés en matière de transparence, d'efficacité et de coûts, à la fois pour les régulateurs et les entreprises d'investissements.

- o Dans le cas où l'instrument uTOTV est négocié sur une plateforme

Si un instrument uTOTV est négocié sur une plateforme de négociation, alors il devient TOTV et cette dernière est tenue par l'article 3 du RD [\(UE\) 2017/585](#) de lui attribuer un ISIN. Ainsi, l'entreprise d'investissement qui est IS sur cet instrument n'a pas besoin de le faire.

- o Dans le cas où l'instrument uTOTV n'est pas négocié sur une plateforme

En l'état actuel des choses, l'article 27 de [MiFIR](#) et l'article 3 du RD [\(UE\) 2017/585](#) précisent qu'il faut fournir les données de référence de, et attribuer un code ISIN à, tout instrument financier lorsque celui-ci est négocié par un IS. Dans ce cas précis, l'analyse coûts-bénéfice des contraintes que suscitent ces obligations d'information par rapport aux instruments uTOTV est négative.

D'une part, l'obligation de fournir des données de référence conduit à multiplier sensiblement le volume de ces données et le nombre de codes ISINs à attribuer par les établissements entraînant des coûts d'exploitation importants pour ces derniers. Le volume de données de référence et le nombre de codes ISINs créés augmentent de façon exponentielle, ce qui complique considérablement l'alimentation de la base FIRDS au détriment de la qualité des données de transparence. En effet, dans la mesure où les instruments uTOTV ne sont pas soumis aux obligations de transparence, la création des ISINs pour ces produits gonfle le volume d'ISINs attribués sans pour autant rendre plus efficace les données de transparence et la bonne utilisation de la base FIRDS. A titre d'exemple, en avril 2018, selon ANNA DSB<sup>35</sup>, 8.2 millions OTC ISINs ont été créés, 16% d'entre eux sont dans la base FIRDS Reference Data (1.3 million) et seulement 140 000 sont dans la base FIRDS Transparency Data. En d'autres termes, 6.9 million de codes ISINs ont été créés dans ANNA DSB et n'ont pas été reportés à FIRDS.

Il semble clair que ces données de référence n'ont aucun apport positif en matière de transparence des marchés dans la mesure où les règles de transparence ne s'appliquent qu'aux seuls instruments TOTV.

---

<sup>34</sup> Selon l'article 27 de [MiFIR](#).

<sup>35</sup> <https://www.anna-dsb.com/2018/05/04/firds-data-analysis-for-april-2018/>

Par ailleurs, et s'agissant des déclarations à effectuer aux régulateurs, il doit être souligné que le RD [\(UE\) 2017/590](#) prévoit, pour les instruments pour lesquels un code ISIN n'est pas attribué, de renseigner les champs 42 à 56 du tableau 2. Il semble que les informations fournies à ce titre soient plus pertinentes, car plus détaillées et ciblées sur l'instrument uTOTV lui-même, que la simple attribution d'un code ISIN. Ainsi, cela donne aux autorités compétentes une information suffisamment granulaire et exhaustive de la nature de l'instrument sur lequel a porté une transaction.

Enfin, dans le cas pratique de l'internalisation systématique, la fourniture de données de référence et l'attribution de code ISIN à des transactions qui, par essence, sont conclues avec un et un seul investisseur est de nature à donner une information non pertinente aux autres investisseurs.

C'est pourquoi, l'AMAFI propose d'amender [MiFIR](#) et le règlement délégué [\(UE\) 2017/585](#) afin de supprimer l'obligation selon laquelle les EI sont tenues de renseigner des données de référence pour les instruments uTOTV tout en laissant une marge de liberté aux établissements ayant adopté cette pratique. En effet, outre les contraintes relatives à cette obligation, certains établissements ont déjà mis en place ce dispositif. Dans ce cas, ces derniers pourraient souhaiter ne pas modifier leurs systèmes d'informations en conséquence et ainsi garder une marge de liberté à cet égard.

En modifiant les textes de cette façon, les obligations qui s'appliqueraient à une entreprise d'investissement qui est internalisateur systématique seraient en pratique limitées aux seuls instruments TOTV. Ainsi, il convient d'amender la définition d'internalisateur systématique, et donc de clarifier le [Q&A de l'ESMA](#) « *transparency topics* » en ce sens, afin de préciser que seules les entreprises d'investissement qui ont fait le choix de relever du régime d'internalisateur systématique pour des instruments non-TOTV seront tenues de fournir les données de référence.

Ces suggestions qui proposent de modifier les textes de niveau 1 de [MiFIR](#) pourraient être envisagées dans le cadre de *MiFID refit*, tandis que la clarification du Q&A évoqué pourrait être effectuée dans un délai plus restreint.

## PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS DE TEXTE

Selon les éléments exposés plus haut, il semble impératif de lever les contraintes et les pratiques qui freinent l'efficacité des dispositions de transparence en modifiant les textes mentionnés ci-dessus.

Ainsi, les objectifs poursuivis par les amendements ci-dessous sont de :

- (i) Préciser qu'un internalisateur systématique d'instruments non-TOTV ne peut l'être que volontairement ;
- (ii) Supprimer l'obligation, pour les entreprises d'investissement qui deviennent IS sur une classe d'actifs ou un simple instrument<sup>36</sup>, de fournir des données de référence et d'attribuer un code ISIN aux instruments uTOTV. Ceci en laissant toutefois la possibilité de le faire pour celles qui souhaiteraient s'y astreindre.

L'Association suggère alors les modifications ci-dessous et de changer en conséquence les éléments du Q&A d'ESMA en contradiction avec ces modifications<sup>37</sup> :

<sup>36</sup> Le régime optionnel permet une granularité plus fine quant aux instruments sur lesquels une EI se porte IS. Voir [ESMA70-872942901-35 Section 7, Q11a](#)

<sup>37</sup> Les éléments qu'il convient de modifier en ce sens se trouvent dans la Q11 du chapitre 'Systematic internaliser regime' du Q&A [ESMA70-872942901-35](#) sur le régime de transparence

Directive 2014/65/UE	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 4</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Définitions</b></p> <p>20) « internalisateur systématique », une entreprise d'investissement qui, de façon organisée, fréquente et systématique, négocie pour compte propre lorsqu'elle exécute les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé, d'un MTF ou d'un OTF sans opérer de système multilatéral.</p> <p>Le caractère fréquent et systématique est mesuré par le nombre de transactions de gré à gré sur un instrument financier donné réalisées par l'entreprise d'investissement pour compte propre lorsqu'elle exécute les ordres des clients. Le caractère substantiel est mesuré soit par la taille des activités de négociation de gré à gré réalisées par l'entreprise d'investissement par rapport à son activité totale de négociation pour un instrument financier spécifique, soit par la taille des activités de négociation de gré à gré réalisées par l'entreprise d'investissement par rapport à l'activité totale de négociation réalisée dans l'Union sur l'instrument financier concerné. La définition d'un internalisateur systématique ne s'applique que lorsque les seuils prédéfinis concernant le caractère fréquent et systématique et concernant le caractère substantiel sont croisés ou lorsqu'une entreprise d'investissement choisit de relever du régime d'internalisateur systématique ;</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 4</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Définitions</b></p> <p>20) « internalisateur systématique », une entreprise d'investissement qui, de façon organisée, fréquente et systématique, négocie pour compte propre lorsqu'elle exécute les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé, d'un MTF ou d'un OTF sans opérer de système multilatéral.</p> <p>Le caractère fréquent et systématique est mesuré par le nombre de transactions de gré à gré sur un instrument financier, <b><u>négocié sur une plate-forme de négociation, donné</u></b> réalisées par l'entreprise d'investissement pour compte propre lorsqu'elle exécute les ordres des clients. Le caractère substantiel est mesuré soit par la taille des activités de négociation de gré à gré réalisées par l'entreprise d'investissement par rapport à son activité totale de négociation pour un instrument financier <b><u>négocié sur une plate-forme de négociation spécifique</u></b>, soit par la taille des activités de négociation de gré à gré réalisées par l'entreprise d'investissement par rapport à l'activité totale de négociation réalisée dans l'Union sur l'instrument financier concerné. La définition d'un internalisateur systématique ne s'applique que lorsque les seuils prédéfinis concernant le caractère fréquent et systématique et concernant le caractère substantiel sont croisés ou lorsqu'une entreprise d'investissement choisit de relever du régime d'internalisateur systématique ;<sup>38</sup></p>

Règlement (UE) 600/2014	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 27</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligation de fournir les données de référence relatives aux instruments financiers</b></p> <p>1. S'agissant des instruments financiers admis à la négociation sur des marchés réglementés ou négociés sur des systèmes multilatéraux de négociation (MTF) ou des systèmes organisés de</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 27</i></p> <p style="text-align: center;"><b>Obligation de fournir les données de référence relatives aux instruments financiers</b></p> <p>1. S'agissant des instruments financiers admis à la négociation sur des marchés réglementés ou négociés sur des systèmes multilatéraux de négociation (MTF) ou des systèmes organisés de</p>

<sup>38</sup> Il convient alors de considérer si la définition modifiée d'internalisateur systématique entraîne des modifications en conséquence aux dispositions sur les calculs de transparence (notamment dans les articles 12-16 du règlement délégué [\(UE\) 2017/565](#)).

<p>négociation (OTF), les plates-formes de négociation fournissent aux autorités compétentes des données de référence identifiantes aux fins de la déclaration des transactions visée à l'article 26.</p> <p>Pour les autres instruments financiers visés à l'article 26, paragraphe 2, négociés sur son système, chaque internalisateur systématique fournit à l'autorité compétente dont il relève les données de référence se rapportant à ces instruments financiers.</p> <p>Ces données de référence identifiantes sont prêtes à être transmises à l'autorité compétente sous un format électronique normalisé avant que les activités de négociation ne commencent pour l'instrument financier concerné. Les données de référence relatives aux instruments financiers sont mises à jour dès qu'un changement survient pour un instrument financier. Les autorités compétentes doivent transmettre ces informations sans tarder à l'AEMF, qui les publie immédiatement sur son site internet. L'AEMF veille à ce que les autorités compétentes aient accès à ces données de référence.</p>	<p>négociation (OTF), les plates-formes de négociation fournissent aux autorités compétentes des données de référence identifiantes aux fins de la déclaration des transactions visée à l'article 26.</p> <p>Pour les autres instruments financiers visés à l'article 26, paragraphe 2, négociés sur son système, chaque internalisateur systématique, <b>qui a choisi de relever du régime d'internalisateur systématique pour ces instruments financiers</b>, fournit à l'autorité compétente dont il relève les données de référence se rapportant à ces instruments financiers.</p> <p>Ces données de référence identifiantes sont prêtes à être transmises à l'autorité compétente sous un format électronique normalisé avant que les activités de négociation ne commencent pour l'instrument financier concerné. Les données de référence relatives aux instruments financiers sont mises à jour dès qu'un changement survient pour un instrument financier. Les autorités compétentes doivent transmettre ces informations sans tarder à l'AEMF, qui les publie immédiatement sur son site internet. L'AEMF veille à ce que les autorités compétentes aient accès à ces données de référence.</p>
--	--

Règlement délégué (UE) 2017/585	Amendement AMAFI
<p>N/A</p>	<p><i>Article 1a</i></p> <p><b><u>Définitions</u></b></p> <p><b><u>Aux fins du présent règlement délégué, on entend par « internalisateur systématique » une entreprise d'investissement qui a choisi de relever du régime d'internalisateur systématique pour les instruments financiers visés aux points b) et c) du paragraphe 2 de l'article 26 du règlement (UE) no 600/2014.</u></b></p>
<p><i>Article 3</i></p> <p><b>Identification des instruments financiers et des entités juridiques</b></p> <p>1. Avant le début de la négociation d'un instrument financier sur une plate-forme de négociation ou un internalisateur systématique, la plate-forme de négociation ou l'internalisateur systématique concerné obtient le code ISIN (International Securities Identifying Number) conforme à l'ISO 6166 pour l'instrument financier.</p>	<p><i>Article 3</i></p> <p><b>Identification des instruments financiers et des entités juridiques</b></p> <p>1. Avant le début de la négociation d'un instrument financier sur une plate-forme de négociation ou un internalisateur systématique, la plate-forme de négociation ou l'internalisateur systématique concerné obtient le code ISIN (International Securities Identifying Number) conforme à l'ISO 6166 pour l'instrument financier.</p>

	<b><u>1bis. L'obligation prévue au paragraphe 1 ne s'applique pas aux instruments visés aux points b) et c) du paragraphe 2 de l'article 26 du règlement (UE) 600/2014.</u></b>
--	---

Les amendements proposés n'affectent pas les objectifs de transparence dans la mesure où :

- Les instruments uTOTV qui seraient négociés sur une plateforme deviendront , de fait, TOTV et à ce titre se verront attribuer un code ISIN par ladite plateforme et seront soumis aux obligations de transparence ;
- Les instruments uTOTV qui ne sont pas admis à la négociation sur une plateforme ne sont pas concernés par les règles de transparence ;
- Le RD [\(UE\) 2017/590](#) couvre déjà les informations relatives aux instruments non-TOTV (i.e les instruments qui n'ont pas de codes ISIN)<sup>39</sup> ;

Toutefois, l'AMAFI constate qu'en l'état rien n'empêche concrètement les établissements qui attribuent déjà des codes ISIN aux instruments uTOTV (non-TOTV) de continuer à le faire.



<sup>39</sup> Voir RD [\(UE\) 2017/590](#) tableau 2, champs 42 à 56

## ANNEXE 7

### MIF 2 REFIT

## Financement de la recherche pour les PME-ETI

---

#### PRIORITE ET PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS

##### **Introduire plus de proportionnalité dans le régime d'incitation**

- *V. modification de l'article 24.14 de la Directive 2014/65/EU*

Alors que la recherche n'ait jamais été mentionnée lors des négociations de niveau 1 relatives à MiFID II/MiFIR, **un document de consultation publié par l'ESMA en 2014 a exprimé une nette préférence pour un dégroupage total de la recherche**. Bien que cette approche n'ait été soutenue ni par les entités *sell-side/sell-side* ni par certains régulateurs nationaux ou députés européens, l'impact d'une telle réforme n'a jamais été évalué ou discuté. En fin de compte, l'ESMA n'a apporté que quelques modifications mineures à l'approche proposée.

**En conséquence, l'article 13 de la directive déléguée [\(UE\) 2017/593](#) de la Commission a profondément modifié le modèle économique de l'analyse financière pour les marchés actions en interdisant *de facto* le premier, et largement utilisé, "modèle groupé".** Désormais, la recherche doit être payée par les sociétés de gestion indépendamment des transactions qu'elles effectuent avec leurs courtiers, au moins lorsqu'elles agissent pour le compte des portefeuilles de leurs clients.

**Les émetteurs, les sociétés de gestion d'actifs et les fournisseurs de services de recherche s'entendent généralement pour dire que, compte tenu des nouvelles règles, le montant total payé pour la recherche a considérablement diminué et continuera probablement de diminuer au cours des prochaines années. Il en sera de même pour l'offre de recherche.** Cela a une incidence particulière sur l'offre de recherche pour les PME-ETI, car les fournisseurs de recherche ne sont plus en mesure de financer la recherche sur les PME-ETI, dans un contexte où le subventionnement n'est pas possible.

**En l'absence de signes indiquant l'émergence d'un nouveau modèle économique, les dispositions de MiFID II entraînent déjà une réduction importante de la disponibilité de la recherche sur les PME-ETI.**

Le risque de voir la couverture de la recherche sur les PME-ETI continuer à diminuer est d'autant plus grave que, comme le montre une étude de l'AMAFI sur l'évolution de la couverture des entreprises françaises<sup>40</sup>, l'écosystème de la recherche PME-ETI présente un certain nombre de lacunes :

Avant même la mise en œuvre de la directive MIF II, une proportion importante des microcaps cotées (50 %) et des petites capitalisations (20 %) ne bénéficiaient d'aucune couverture en matière de recherche *sell-side* ;

- La recherche sur les PME-ETI repose sur un nombre limité d'entreprises locales. Par conséquent, la disponibilité de la recherche pour les PME-ETI dépend des décisions de performance/investissement prises par ce nombre limité d'entreprises locales ;
- Entre 2005 et 2017, l'évolution de la couverture des PME-ETI a été largement liée à la disparition de certains fournisseurs et à l'émergence de nouveaux acteurs. Le nouveau modèle économique de la recherche est si défavorable qu'il rend presque impossible l'émergence de nouveaux acteurs rentables.

---

<sup>40</sup> AMAFI, « Analyse Financière – Etude sur la couverture des valeurs françaises par les bureaux de recherche de 2005 à 2017 » ;

Deux conséquences principales résultent de la pénurie croissante de recherche sur les PME-ETI de l'Union européenne :

- Il en résulte une plus grande asymétrie de l'information sur le marché, donc un processus de découverte du prix moins efficace pour les actions des PME-ETI, ce qui entraîne donc un manque de confiance de la part d'une majorité d'investisseurs ;
- Pour les PME-ETI, elle entraîne des coûts de financement plus élevés, puisqu'il existe un lien direct entre la disponibilité de la recherche financière et le coût de leur accès au capital<sup>41</sup>.

Dans ce contexte, l'AMAFI considère qu'il est urgent de revoir les dispositions de MiFID II et d'introduire au moins une plus grande proportionnalité dans le régime d'incitation à la recherche des PME-ETI. La proportionnalité devrait être accordée soit pour la recherche dédiée aux PME-ETI, dans ce contexte des entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à un milliard d'euros, et/ou des entreprises locales spécialisées dans la recherche relative aux PME-ETI.

### PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS DE TEXTE

Directive 2014/65/EU	Amendement AMAFI
<p style="text-align: center;"><i>Article 24</i></p> <p>14. Les actes délégués visés au paragraphe 13 prennent en considération :</p> <p>a) la nature du ou des services proposés ou fournis au client ou au client potentiel, compte tenu du type, de l'objet, de la taille et de la fréquence des transactions;</p> <p>b) la nature et l'éventail des produits proposés ou envisagés, y compris les différents types d'instruments financiers;</p> <p>c) le type de client ou de client potentiel, client de détail ou professionnel, ou, dans le cas des paragraphes 4 et 5, son classement comme contrepartie éligible</p>	<p style="text-align: center;"><i>Article 24</i></p> <p>14. Les actes délégués visés au paragraphe 13 prennent en considération :</p> <p>a) la nature du ou des services proposés ou fournis au client ou au client potentiel, compte tenu du type, de l'objet, de la taille et de la fréquence des transactions;</p> <p>b) la nature et l'éventail des produits proposés ou envisagés, y compris les différents types d'instruments financiers;</p> <p>c) le type de client ou de client potentiel, client de détail ou professionnel, ou, dans le cas des paragraphes 4 et 5, son classement comme contrepartie éligible</p> <p>d) <u>en ce qui concerne la recherche en investissements, la proportionnalité du régime applicable aux PME-ETI</u></p>



<sup>41</sup> <http://observatoire-financement-entreprises.com/role-des-analystes-sur-l-attractivite-et-la-liquidite-des-pme-et>