

**REVISION DE MIF 2**  
**Protection des investisseurs**  
-  
**Annexe « Autres sujets »**  
**Propositions de l'AMAFI**

## 1. ARTICLE 62.2 : ALERTE 10%

### 1.1. Problématique

L'article 62.2 du RD MiFID 2 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 2 ? 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 questions.

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 2 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'amoindrir 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.

## 1.2. Proposition de modification du texte

Article 62 du RD MiFID 2 2017/565

[...]

2. Les entreprises d'investissement qui **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**, informent le client lorsque la 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

---

### 2.1. Problématique

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>1</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>1</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.

## 2.2. Proposition de modification du texte

### Article 40 de MiFIR

[...]

3. Lorsqu'elle intervient au titre du présent article, l'AEMF s'assure que son intervention:

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;

b) ne suscite pas de risque d'arbitrage réglementaire, et;

c) a été décidée après consultation des **différentes parties prenantes qui seraient impactées par cette décision, notamment les autorités compétentes, les investisseurs et les entreprises d'investissement** ~~instances publiques compétentes pour la surveillance, la gestion et la régulation des marchés agricoles physiques conformément au règlement (CE) n° 1234/2007, lorsque la mesure concerne des instruments dérivés sur matières premières agricoles.~~

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.

[...]

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.

**Avant tout renouvellement, la consultation des parties prenantes prévue au paragraphe 3.c doit également être réalisée.**

**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.**

[...]

## 3. FOURNITURE D'INFORMATIONS

---

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>2</sup> pris en application de MIF 2 n'est autre que l'article 3 de la directive 2006/79/CE<sup>3</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.

<sup>2</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>3</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.

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.

### **3.1. Répondre aux nouvelles exigences économiques et environnementales sans remettre en cause la bonne information des clients**

#### **➤ 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 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>4</sup>.

### 3.2. Proposition de modification du texte

#### *Article 3 du RD MiFID 2 2017/565*

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 :

(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

(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~~ **n'ait pas formellement opté pour la fourniture de l'information sur papier.**

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 :

(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 ;

(b) le client ~~doit consentir formellement à la fourniture de ces informations sous cette forme~~, **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 ;**

(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 ;

(d) les informations doivent être à jour ;

(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.

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.

---

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

## 4. VÉRIFICATION DU CARACTÈRE ADÉQUAT

---

### 4.1. Orientation relative à la connaissance des produits

#### ➤ *Problématique*

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>5</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*.

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.

### 4.2. Prise en compte du risque de concentration

#### ➤ *Problématique*

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.

---

<sup>5</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](#)).

➤ **Proposition de modification du texte**

*Orientations de l'ESMA relatives à Suitability – Paragraphe 81*

*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. **Si elle estime que le risque de crédit est concentré sur un nombre trop faible d'émetteurs, elle doit en avertir le client.** (~~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).*

~~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)~~

### **4.3. Changements d'investissement**

➤ **Problématique**

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 Suitability – Paragraphe 91*

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 tenue de fournir au client de détail avant la transaction.~~