

REVISION DE MiFID 2 Protection des investisseurs - Propositions de l'AMAFI

En 2019 et 2020, l'AMAFI a pleinement participé à la réflexion européenne menée sur la révision générale du dispositif MIF 2 et rendue compte dans sa note de position ([AMAFI / 20-03](#)) couvrant les volets de l'organisation des marchés et de la protection des investisseurs.

Dans le droit fil de cette position, l'AMAFI a répondu à la consultation de la Commission européenne (« CE ») lancée en mars 2020 ([AMAFI / 20-32](#)) pour préparer la révision du dispositif MiFIR / MiFID 2. L'AMAFI a ainsi pu préciser les sujets pour lesquels une adaptation du régime MIF 2 lui paraissait nécessaire, l'objectif étant d'assurer que les marchés européens soient en mesure de participer suffisamment au financement de l'économie européenne, d'introduire plus de proportionnalité et de mieux refléter les particularités du marché *wholesale* pour lequel les enjeux d'un marché européen intégré sont réels et immédiats.

Ensuite, dans le contexte de la crise Covid, la CE a finalement décidé de scinder la revue du dispositif MiFID/MiFIR en 2 phases (1) un « Quick Fix » pour modifier rapidement les seuls sujets problématiques et qui font largement consensus entre les Etats membres (et intégré dans un paquet réglementaire plus global destiné à relancer l'économie post-pandémie Covid-19) et ; (2) dans un second temps, plus éloigné, une revue plus globale et complète de l'ensemble du dispositif. Elle a publié le 24 juillet 2020 un paquet réglementaire « *Recovery Pack – relance post Covid* » comprenant une proposition de directive amendant MiFID 2¹ (le « Quick Fix MiFID 2 » ou « Quick Fix »).

De manière générale, si une partie des réformes proposées en juillet 2020 par la CE sur une partie des sujets protection des investisseurs (à l'exception de la Gouvernance Produits) sont en ligne avec les positions défendues par l'AMAFI ([AMAFI / 20-03](#) et [AMAFI / 20-32](#)), certains sujets demeurent problématique (notamment sur la Gouvernance Produits) et justifient que l'AMAFI poursuive son action sur la révision de MIF 2².

Le 26 février 2021, la Directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil du 16 février 2021 modifiant notamment MiFID 2 en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position, afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19 a été publiée au Journal officiel de l'Union Européenne (JOUE)³.

¹ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE ([lien](#)), dit « MiFID 2 ».

² Il convient de noter que dans le cadre du Quick Fix MiFID 2, l'AMAFI s'est principalement mobilisée au sein de coalitions : sur les sujets Protections des Investisseurs avec plusieurs membres de l'EFSA ([AMAFI / 20-56](#)) et avec les associations allemandes (DDV et DSGVO) et françaises (FBF et AFPDB) sur l'ensemble des sujets abordés dans le *quick fix* MiFID ainsi que sur les sujets STO/DTO ([lien](#)). L'AMAFI a également cosigné une note de position spécifique avec l'association italienne ASSOSIM ([AMAFI / 20-55](#)) sur ce même sujet.

³ Directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil du 16 février 2021 modifiant la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position, et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/878 en ce qui concerne leur application aux entreprises d'investissement, afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19 ([lien](#)).

Dans ce contexte, le présent document a pour objectif de **rappeler et présenter, pour ce qui concerne le volet Protection des investisseurs, les priorités identifiées (et non adressées par le Quick Fix MiFID 2) par l'AMAFI en vue de la révision générale de MiFID 2 / MiFIR**, à l'aune de la Directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil publiée au JOUE du 26 février 2021 (« dernière version » ou « version définitive » du « Quick Fix »).

Sur le **volet Protection des investisseurs de MiFID 2**, les priorités de l'AMAFI identifiées dans le document visent les problématiques associées aux thématiques suivantes :

- (1) Gouvernance Produits ;
- (2) Régime des *inducements* ;
- (3) Coûts et frais ;
- (4) Procédure d'*opt-in*⁴ ;
- (5) Meilleure exécution ;
- (6) Mesures d'intervention ;
- (7) Alerte 10% sur les pertes ;
- (8) Vérification du caractère adéquat (Orientations ESMA *suitability*) ;

Synthèse et priorisation des demandes de l'AMAFI

Thème	Demandes prioritaires ⁵ de l'AMAFI	Niveau du texte impacté	Priorité
Gouvernance Produits	Sortir les actions ordinaires du champ d'application	1	Haute
Inducements	Maintenir la légitimité des inducements Mettre en cohérence les disclosure coûts et frais avec ceux dû au titre d'inducement	1	Haute
Coûts et frais	Simplifier et clarifier le régime actuel	2	Moyenne
Procédure d'<i>opt-in</i>⁶	Révision de la procédure d' <i>opt in</i>	1	Haute
Meilleure exécution	Suppression des rapports RTS 28 et 27	1	Haute
Mesures d'intervention	Clarifier l'articulation des mesures européennes et nationales Renforcer les exigences de consultation	1	Faible
Alerte 10% sur les pertes	Clarifier le régime actuel Exclure les instruments financiers dérivés de couverture	2	Faible
<i>Suitability</i>	Ajustements nécessaires dans les Orientations	3	Faible

⁴ V. *Infra*. Procédure MIF 2 permettant de devenir un client professionnel sur option précisée au paragraphe II.2 de l'Annexe II de MiFID 2 (procédure d'*opt-in*).

⁵ Pour chacun des thèmes est/sont identifié(es) les demandes considérées comme prioritaires pour le thème concerné étant précisé que d'autres problématiques auxquelles sont associées d'autres propositions de modification sont développées dans le présent document.

⁶ V. *Infra*. Procédure MIF 2 permettant de devenir un client professionnel sur option précisée au paragraphe II.2 de l'Annexe II de MiFID 2 (procédure d'*opt-in*).

1. GOUVERNANCE PRODUITS

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHÈSE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AU NIVEAU 1

Sortir les actions ordinaires du champ d'application de Gouvernance Produit

- V. modification du nouvel article 16 *bis* introduit par le Quick Fix

MIF 2 a innové 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 2⁷, rassemblées sous l'intitulé « Gouvernance Produits » constituent l'un des apports majeurs de MIF 2. Leur mise en œuvre par les établissements concernés a représenté un enjeu important, au regard des conséquences, juridiques, organisationnelles ou informatiques qu'elles impliquent. Ce sont aussi des enjeux commerciaux déterminants puisque la Gouvernance Produits encadre l'offre et la distribution des instruments financiers des PSI.

Les 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 que originellement définie, est néanmoins très large, ses obligations s'appliquait à tous les clients, indépendamment de leur classification et à tous les instruments financiers⁸.

C'est pour cela que la CE s'est interrogée sur l'opportunité de revoir le point dans le cadre d'une consultation menée en mars 2020. Dans le cadre de sa réponse ([AMAFI / 20-32](#)) et plus spécifiquement, sur les problématiques associées à la Gouvernance Produits, l'AMAFI avait insisté sur la nécessité de simplifier autant que possible le dispositif et d'introduire plus de proportionnalité en fonction des instruments financiers et de la catégorie des clients.

Dans sa [première proposition de directive amendant MiFID 2](#), pour ce qui concerne le régime Gouvernance Produits, différents amendements ont été proposés pour exclure du champ des obligations de Gouvernance Produits, les obligations émises par *corporate* avec des clauses *make-whole*⁹ (cf. amendements proposés dans la première version du Quick Fix aux articles 16(3) et 24(2) de MiFID 2).

La CE propose cette exclusion car le dispositif est inapproprié, selon elle, pour ces instruments qui ne posent pas de problème en termes de « protection de l'investisseur » et qui financent directement l'économie. Il convient de noter que l'objectif final de la Commission est de les exclure également de PRIIPs. Si cette proposition semblait relativement limitée par rapport au souhait de l'AMAFI d'exclure (ou à tout le moins d'alléger substantiellement les obligations concernées pour toutes les actions et obligations ordinaires, elle témoignait toutefois d'un pas dans cette direction...

⁷ Les dispositions de la Directive Déléguée UE 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant MiFID 2 (« DD MiFID 2 ») relatives à la Gouvernance Produits ont été transposées en France au sein du Chapitre III du Livre III du RG AMF.

⁸ 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 2 2017/593, *cons.* 18). Enfin, l'AMAFI tient également à attirer l'attention du lecteur sur l'exemption des obligations avec *make-whole clause* introduite par le Quick Fix MiFID 2 (cf. *Infra*).

⁹ Une clause « *make-whole* » est une clause permettant le rachat anticipé des titres par l'émetteur avec, en contrepartie, le paiement au profit de l'investisseur du nominal augmenté d'une prime.

Suite à la publication du projet de Quick Fix par la CE, l'AMAFI a réitéré sa position les mois suivants¹⁰ consistant à faire valoir (i) l'importance d'exclure les transactions entre contreparties éligibles du champ d'application du régime de la Gouvernance Produits ; et (ii) pour les mêmes raisons évoquées par la Commission pour exclure (seulement) les obligations *corporate* avec *make whole clause* du champ d'application dudit régime, que toutes les actions et obligations ordinaires devraient également être exclues.

Finalement, le nouvel article 16 *bis* introduit par le Quick Fix prévoit que les entreprises d'investissement sont dispensées des obligations prévues aux sous-paragraphes 2 à 5 de l'article 16.3 et à l'article 24.2 de MiFID 2 lorsque le service d'investissement concerne des obligations *corporate* ordinaires¹¹ ou avec *make-whole clause* ou lorsque les instruments financiers sont produits ou distribués exclusivement à des contreparties éligibles.

En conclusion, si la demande d'exclure les contreparties éligibles a été retenue, ainsi que celle d'exclure les obligations ordinaires, et pas seulement celles avec *make-whole clause*¹², **reste la problématique du maintien des actions ordinaires dans le champ d'application de Gouvernance Produit** à contester prioritairement. D'autres demandes sont portées par l'AMAFI telles que détaillées ci-dessous.

Supprimer les actions ordinaires du champ d'application de la Gouvernance Produits

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 obligations de la Gouvernance Produits sont jusqu'à présent 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. Toutefois, comme évoqué précédemment, lorsque la dernière version du Quick Fix MiFID 2 entrera en vigueur, les entreprises d'investissement seront exemptées du régime Gouvernance Produits lorsque le service d'investissement concernera des obligations *corporate* ordinaires ou avec *make-whole clause*. Les actions ordinaires sont, elles, maintenues dans le régime.

L'AMAFI rappelle cependant que les obligations Gouvernance Produits ont été surtout pensées pour des produits structurés qui sont, eux, effectivement « fabriqués »¹³ par des PSI.

En revanche, pour des produits dits « vanilles »¹⁴, la mise en œuvre des obligations 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. Aussi, l'AMAFI propose d'exclure du champ d'application des obligations Gouvernance Produits les actions ordinaires pour les raisons développées ci-après.

¹⁰ Il convient de noter que dans le cadre du Quick Fix MiFID 2, l'AMAFI s'est principalement mobilisée au sein de coalitions : sur les sujets Protections des Investisseurs avec plusieurs membres de l'EFSA ([AMAFI / 20-56](#)) et avec les associations allemandes (DDV et DSGV) et françaises (FBF et AFPDB) sur l'ensemble des sujets abordés dans le *quick fix* MiFID ainsi que sur les sujets STO/DTO ([lien](#)). L'AMAFI a également cosigné une note de position spécifique avec l'association italienne ASSOSIM ([AMAFI / 20-55](#)) sur ce même sujet.

¹¹ Une note AMAFI est en cours de finalisation qui détaillera les raisons pour lesquels le texte du Quick Fix doit être interprété comme excluant d'ores et déjà les obligations « vanilles », c'est -à-dire celles qui n'incorporent pas de dérivé en sus de l'exclusion des obligations incorporant une clause « *make whole* ».

¹² *Ibid.*

¹³ « (...) *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 2, cons. 71](#)).

¹⁴ 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 2 ; et les produits « *equity linked* », tels que les obligations convertibles et/ou échangeables en actions, admises à la négociation sur un marché réglementé ou équivalent ou un MTF, quand bien même ils ne seraient pas qualifiés d'instruments financiers non complexes au sens de l'article précité.

1) Le manque de valeur ajoutée objectif de l'exercice de qualification du PSI qui conseille un émetteur comme 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* »¹⁵. 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 15¹⁶ de la DD MiFID 2 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 instruments¹⁷.

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 financiers¹⁸.

2) L'inapplicabilité ou inefficacité des principales 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 n'est pas adapté, 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 rare¹⁹, 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.
- 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.

¹⁵ DD MiFID II, art. 9.1.

¹⁶ « *Les entreprises d'investissement qui (...) conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers, devraient être considérées comme des producteurs (...)* ».

¹⁷ V. Guide AMAFI n° 18-60, « MIF 2 Gouvernance produits », Annexe 4, 7 nov. 2018.

¹⁸ Cf. *Ibid.*

¹⁹ 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.

- 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.

3) Un frein objectif à la distribution des actions ordinaires

L'AMAFI tient enfin à souligner que la distribution de produits vanilles revient à financer l'économie. Or, les dispositions Gouvernance Produits aux produits vanilles induit des contraintes objectives freinant la distribution des actions ordinaires au plus grand nombre d'investisseurs.

Ce sont les raisons qui justifient les **propositions de l'AMAFI de sortir les actions ordinaires du champ d'application Gouvernance Produits**.

✚ Alléger les obligations des distributeurs « passifs » qui ne sont pas en relation avec le Producteur

La « distribution passive » 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'ESMA²⁰ 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.

²⁰ « (...) 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).

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 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 accessible à tout investisseur.

Ce sont les raisons qui justifient les **propositions de l'AMAFI d'alléger les obligations Gouvernance Produits qui s'appliquent au distributeur « passif », via des précisions qui seraient apportées en ce sens dans les textes de niveau 2 et 3.**

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 cible²¹.

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 reportées²² 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 critères²³ du marché cible).

²¹ 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 ».

²² Orientations ESMA, § 54.

²³ 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.

Toutefois, les ventes réalisées elles au sein du marché cible négatif doivent toujours être reportées²⁴ 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 ?**

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 **50% 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^{er} 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 évoqué au (3) relatif au champ d'application (« distribution large »), cet exercice de reporting est d'autant plus compliqué à réaliser en dehors d'une relation contractualisée entre Distributeur et Producteur.

Réaffirmer le principe de proportionnalité 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.

²⁴ Orientations ESMA, § 55.

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. De la même façon il n'aura pas le même objectif s'il s'agit d'un instrument financier dérivé contracté dans un objectif de couverture d'un risque. Il ne sera même d'aucun objet pour des Produits vanilles²⁵.

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.

Propositions de modification du texte

➤ *Texte de niveau 1*

Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (« MiFID 2 »)

Article 16 bis

Exemption des obligations en matière de gouvernance des produits

Une entreprise d'investissement est exemptée des obligations énoncées à l'article 16, paragraphe 3, deuxième, troisième, quatrième et cinquième alinéas, et à l'article 24, paragraphe 2, lorsque le service d'investissement qu'elle fournit porte sur **des actions ou** des obligations qui n'incorporent pas d'instrument dérivé autre qu'une "clause de remboursement make-whole" ou lorsque les instruments financiers sont commercialisés exclusivement pour des contreparties éligibles ou distribués exclusivement à des contreparties éligibles.

La modification proposée vise à exclure les actions ordinaires du champ d'application de Gouvernance produits.

➤ *Textes de niveau 2*

Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE (MiFID 2)

Considérants

(15) 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, **y compris lorsqu'elles conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers**, 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.

Cette proposition répond au besoin de cohérence avec la proposition faite dans le texte de niveau 1 de sortir du champ d'application de Gouvernance Produits les actions ordinaires.

²⁵ V. *supra*.

Article 10

Obligations en matière de gouvernance des produits applicables aux distributeurs

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 **et des services** 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.

En particulier, les États membres tiennent compte du fait que les entreprises d'investissement proposent des services et des instruments financiers sans les commercialiser ni les recommander.

Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement se conforment également aux exigences de la directive 2014/65/UE lorsqu'elles proposent ou 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.

(...)

11. L'AMF élabore des projets de normes techniques de réglementation clarifiant dans quelle mesure les exigences prévues au paragraphe 1 s'appliquent aux entreprises d'investissement qui proposent des instruments financiers sans les commercialiser ni les recommander.

Ces propositions répondent au besoin d'appliquer de façon proportionnée aux distributeurs passifs les dispositions Gouvernance Produits.

Article 9

Obligations en matière de gouvernance des produits applicables aux producteurs

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, **d'une manière adaptée et proportionnée à la nature de l'instrument financier et à son marché cible**, les événements essentiels susceptibles d'avoir une incidence sur le risque potentiel ou la rémunération attendue de l'instrument financier, tels que

- le dépassement d'un seuil qui affectera le profil de rémunération de l'instrument financier ; ou
- 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.

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**

Orientations ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID 2**V.3. Orientations destinées aux distributeurs****Calendrier et relation de l'évaluation du marché cible du distributeur avec d'autres processus en matière de gouvernance des produits**

(...)

31. Plus précisément, les distributeurs devraient décider des produits qui seront recommandés également par le biais de la fourniture de gestion de portefeuille) ou proposés ou activement commercialisés à certains groupes de clients (caractérisés par des caractéristiques communes en termes de connaissances, d'expérience, de situation financière etc.).

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. **Dans ces cas, à nouveau, seuls les critères (a) et (b) définis au point 18 seront à prendre en compte.**

(...)

Définition du marché cible par le distributeur: catégories à prendre en compte

34. Les distributeurs devraient utiliser la même liste de catégories que celle utilisée par les producteurs (voir point 18), comme base pour définir le marché cible pour leurs produits. **Toutefois les distributeurs qui proposent sans recommander ni commercialiser des instruments financiers n'utilisent que les critères (a) et (b) définis au point 18.** Toutefois, les distributeurs devraient définir le marché cible à un niveau plus concret et devraient tenir compte du type de clients auxquels ils fournissent des services d'investissement, de la nature des produits d'investissement et du type de services d'investissement qu'ils fournissent.
(...)

Gestion de portefeuille, approche par portefeuille, couverture et diversification

(...)
54. Le distributeur n'est pas tenu de signaler au producteur les ventes réalisées en dehors du marché cible positif, **tant qu'elles ne sont pas réalisées au sein du marché cible négatif, 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.**

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).

Réexamen régulier par le producteur et le distributeur en vue d'évaluer respectivement si les produits et les services atteignent le marché cible

(...)
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.~~
(...)

V.4. Orientations sur des questions concernant tant les producteurs que les distributeurs**Définition du marché cible «négatif» et ventes en dehors du marché cible positif**

(...)
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 **selon le distributeur** pour le processus de gouvernance des produits du producteur (notamment **si** elles sont récurrentes) devraient être signalées au producteur, ~~en tenant compte des exceptions visées au point 54.~~

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.

Ces propositions répondent aux besoins :

- d'appliquer de manière proportionnée les dispositions au distributeur passif (et en particulier d'exiger la seule prise en compte des 2 premiers critères du marché cible : (1) catégorie du client et (2) connaissance et expérience)
- de simplifier le reporting des ventes en dehors du marché cible et d'une meilleure prise en compte du principe de proportionnalité ;
- de supprimer l'obligation d'alerter le client en cas de vente au sein du marché cible négatif.

Clients professionnels et contreparties éligibles dans le cadre de la chaîne d'intermédiation

75. Les exigences énoncées à l'article 16, paragraphe 3, de la directive MiFID II **ne** s'appliquent ~~indépendamment de la nature du client (client de détail, client professionnel ou~~ **pas** aux contreparties éligibles).
(...)

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. Ce paragraphe et les suivants doivent en tout état de cause être modifiés pour tenir compte du Quick Fix qui a exclu du champ Gouvernance Produits les instruments financiers qui sont commercialisés exclusivement pour des **contreparties éligibles** ou distribués exclusivement à des contreparties éligibles (*Quick Fix MiFID 2, art. 16bis*).

2. REGIME DES INDUCEMENTS

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHÈSE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AU NIVEAU 1

(1) Maintenir la légitimité des inducements

(2) Mettre en cohérence les disclosures coûts et frais avec ceux dû au titre d'inducement

- V. modification du nouvel article 29bis. 1 introduit par le Quick Fix

Mise en cohérence des exemptions d'information avec le régime coûts et frais

Le nouvel article 29 bis tel que rédigé dans la dernière version du Quick Fix, prévoit que les obligations en matière de coûts et frais liés prévues au (c) de l'Article 24.4, « *ne s'appliquent pas aux services fournis à des clients professionnels sauf s'il s'agit de conseils en investissement et de gestion de portefeuille.* ».

Conformément à l'article 50 du Règlement délégué 2017/565 de MiFID 2, qui encadre les informations sur les coûts et les frais liés, la communication sur les incitations (« *inducements* »)²⁶ payées ou reçues est un élément « standard » des communications d'informations aux clients sur tous les coûts et frais liés. Cette communication sur les *inducements* ne sera plus exigée pour ce qui concerne les communications à destination des clients professionnels et des contreparties éligibles compte tenu de ce nouvel article 29 bis.1 MiFID 2. Pourtant, l'article 24.9 de MiFID 2 requiert toujours de communiquer de tels *inducements* dans le cadre du régime d'information des clients prévu par MiFID 2.

Pour des raisons de cohérence, l'AMAFI propose d'**amender l'article 29 bis.1 afin de spécifier que l'information sur les *inducements* est due dans la mesure où l'information sur les coûts et les frais est exigée.**

La communication d'information sur les *inducements* aux clients continuera en tout état de cause de s'appliquer en vertu du régime encadrant les conflits d'intérêts, comme prévu à l'article 23 de MiFID 2, qui n'a pas été impacté par le Quick Fix (*i.e.* est maintenu en l'état à ce jour).

Nécessité de conserver la légitimité des inducements aux conditions prévues par le dispositif actuel

L'AMAFI tient en tout état de cause à souligner l'utilité du régime des *inducements* bien ancré dans le système européen mais également dans la pratique des établissements de la Place française.

Pour étayer cette position, l'Association s'appuie sur les résultats préliminaires de l'étude de Place réalisée en 2021 qui devrait être publiée dans les prochains mois.

L'AMAFI considère que le **dispositif actuel est suffisamment robuste pour prévenir les conflits d'intérêts et les mauvaises pratiques en matière de commercialisation et recommande de ne pas modifier les règles fixées par MIF 2 en matière d'*inducement* dans le contexte de la commercialisation des produits.**

²⁶ Cf. MiFID 2, art. 24.9. Le terme « *inducements* » vise toute rémunération ou commission versée ou reçue, ou tout avantage non pécuniaire fourni ou reçu par une entreprise d'investissement en liaison avec la prestation d'un service d'investissement ou d'un service auxiliaire, à ou par toute partie, à l'exclusion du client ou de la personne agissant au nom du client.

Propositions de modification du texte

➤ *Texte de niveau 1*

Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (« MiFID 2 »)

Article 29 bis

Services fournis à des clients professionnels

1. Les exigences énoncées à l'article 24, paragraphe 4, point c), **et au second sous paragraphe de l'article 24, paragraphe 9** ne s'appliquent pas aux services fournis à des clients professionnels sauf s'il s'agit de conseils en investissement et de gestion de portefeuille.
2. Les exigences énoncées à l'article 25, paragraphe 2, troisième alinéa, et à l'article 25, paragraphe 6, ne s'appliquent pas aux services fournis à des clients professionnels, sauf si ces clients informent l'entreprise d'investissement, soit au format électronique, soit sur papier, qu'ils souhaitent bénéficier des droits prévus par lesdites dispositions.
3. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement conservent un enregistrement des communications avec leurs clients visées au paragraphe 2.

La modification proposée vise à mettre en cohérence les exemptions des informations sur les coûts et frais et celles dues au titre d' <i>inducement</i> .

3. COUTS ET FRAIS

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHÈSE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AU NIVEAU 1

- **Pas de modification du niveau 1, autre que celles déjà confirmées par le Quick Fix**

Simplifier et clarifier le régime actuel

- V. modifications de l'article 50 du RD MiFID 2

MIF 2 (et notamment les articles 24.4, c) de MiFID 2 et 50 du RD MiFID 2 2017/565 - « RD MiFID 2 ») impose aux PSI d'informer les investisseurs²⁷, 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 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 niveaux très hétérogènes de complexité entre les différents instruments financiers.

Cette obligation, qui a été compliquée à mettre en œuvre pour les PSI et qui n'est toujours pas stabilisée comme le prouvent les travaux en continu d'ESMA, a constitué l'un des sujets prioritaires de la révision s'agissant de la protection des investisseurs.

C'est pour cela que la CE s'est interrogée sur l'opportunité d'alléger les obligations de disclosure des coûts et frais pour le *wholesale*, en ce compris les contreparties éligibles et les clients professionnels. Dans le cadre de sa réponse ([AMAFI / 20-32](#)), reprenant sur ce thème ses propres positions ([AMAFI / 109](#)), l'Association avait pleinement plaidé pour une désapplication des obligations de disclosure coûts et frais vis-à-vis du *wholesale*. Elle avait également plaidé pour une application différenciée pour les coûts liés à l'exécution des ordres par téléphone.

Finalement, le nouvel article 29a introduit par le Quick Fix prévoit que les entreprises d'investissement sont exemptées de toutes les obligations en matière de coûts et charges à l'égard des contreparties éligibles et clients professionnels (sauf en cas de fourniture de services de conseils en investissement et de gestion de portefeuille) (*Article 29a*). Pour le cas des ordres par téléphone, le *disclosure ex ante* pourra être fourni, par email ou par courrier s'il est demandé par le client *retail*, sans délai après la transaction (*Article 24 (4)*).

En conclusion, si la demande de désapplication des disclosure coûts et frais au *wholesale* a été retenue, ainsi que le cas des ordres par téléphone adressés, reste d'autres problématiques liées au manque de proportionnalité (pour les produits les plus simples), à la complexité du régime et sa mauvaise articulation avec PRIIPs à souligner et telles que détaillées ci-dessous.

²⁷ A l'exception des clients professionnels à qui sont fournis des services autres que ceux de conseil en investissement ou de gestion (*MiFID 2, art. 29 bis*) ; et des contreparties éligibles (*MiFID, art. 30.1*). En effet, avec la dernière version de la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant MiFID 2 en ce qui concerne les exigences en matière d'information, la gouvernance produits et les limites de positions du 15 décembre 2020 (« [Quick Fix](#) »), des nouveaux allègements à l'obligation prévue à l'article 24.4, c) de MiFID 2, ont été introduits par le Quick Fix dans un nouvel article 29 bis (*Services fournis aux clients professionnels*) et au moyen de la réécriture du 1^{er} sous-paragraphe de l'article 30(1) (*Transactions avec des contreparties éligibles*) de MiFID 2 (*i.e.* exemption totale de communication sur les coûts et frais pour les contreparties éligibles et les clients professionnels (sauf en cas de fourniture d'un service de conseil et de gestion pour ces derniers)).

✚ Proportionnalité pour les produits les plus simple (grilles tarifaires)

Afin de garantir une protection efficace des clients de détail, et des clients professionnels auxquels sont rendus des services de conseil et de gestion, 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 en fonction de la typologie des instruments financiers et de la complexité du produit.

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). 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.

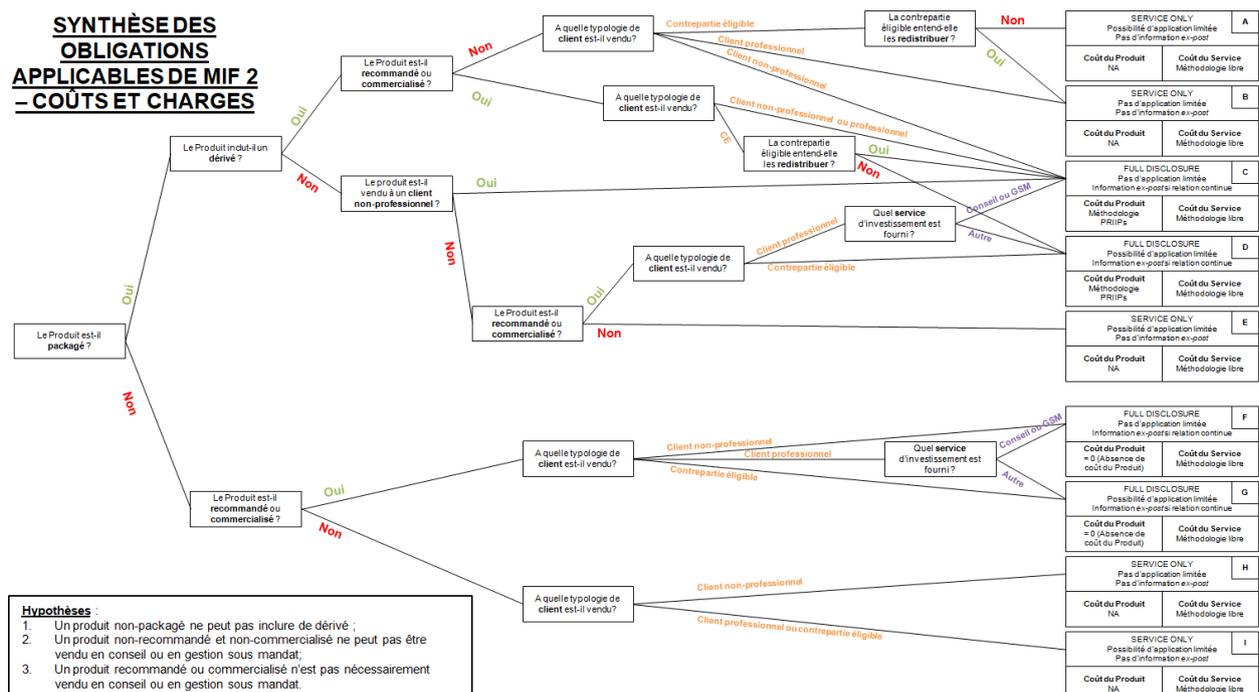
C'est pour cette raison que l'AMAFI propose de **modifier l'article 50 du RD MiFID 2 pour reconnaître dès le texte de niveau 2 la légitimité de recourir à des grilles tarifaires pour les instruments financiers simples.**

✚ Simplification et clarification du régime

Tel qu'il est actuellement rédigé, l'article 50 du RD MiFID 2 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 (qui reflète le contenu actuel de l'article 50 du RD MiFID 2, sans préjuger des modifications déjà induites par celles du Quick Fix) 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 :

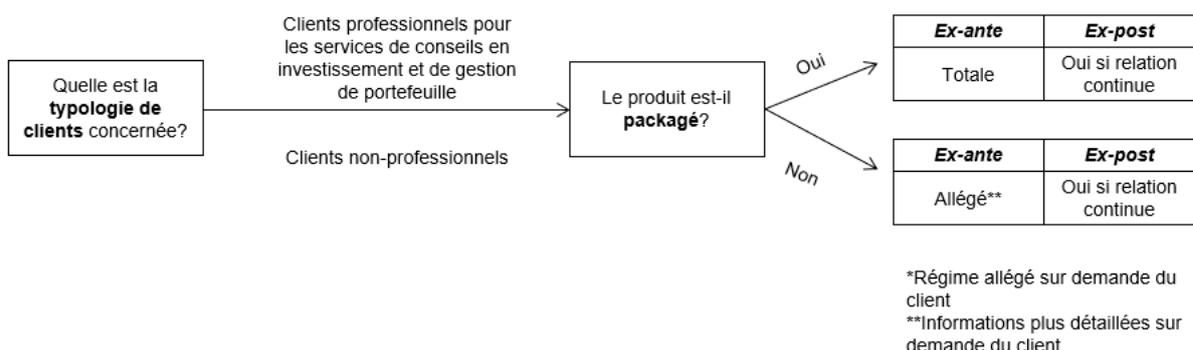
- **Régime « total »** : communication des informations sur les coûts de produit et les coûts de service transaction par transaction ;
- **Régime « allégé »** : communication de l'information uniquement sur les coûts de service par le biais d'une grille tarifaire. Déclinés par classe d'actifs, les montants 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 produits et de services concernés par la transaction :

- **Régime total** : lorsque le produit est un **produit packagé** au sens du règlement PRIIPs²⁸, quel que soit le service fourni ;
- **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 demande que des informations plus détaillées lui soient communiquées.

S'agissant de l'obligation d'information *ex-post*, il conviendrait de restreindre l'obligation d'information *ex-post* aux seuls investisseurs qui sont en « **relation continue** » avec le PSI. Compte-tenu du retour d'expérience sur le sujet, il apparaît en effet 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.

Cette proposition de simplification, qui reviendrait à différencier 2 situations (contre 9 actuellement), est illustrée dans le schéma ci-dessous.



C'est dans cet objectif de simplification que l'AMAFI propose les amendements ci-après à l'article 50 du RD MiFID 2.

²⁸ 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.

✚ La confusion apportée par la notion « d'effet cumulé sur le rendement »

L'actuel article 50.10 du RD MiFID 2 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.

✚ Méthodologie de calcul des coûts de 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 »](#)).

✚ Propositions de modification du texte

➤ *Texte de niveau 2*

*Article 2 du RD MiFID 2 2017/565
Définitions*

(...)

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.

(...)

*Article 50 du RD MiFID 2 2017/565
Informations sur les coûts et les frais liés*

1. Aux fins de la communication d'information aux **clients de détail et aux clients professionnels à qui sont fournis des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille** 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.

~~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 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.

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. **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 calculent et communiquent ces coûts, par exemple en entrant en contact avec le gestionnaire de l'OPCVM pour obtenir les informations voulues.
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:~~
 - a) ~~lorsque l'entreprise d'investissement recommande des instruments financiers aux clients ou les commercialise auprès de clients; ou~~
 - 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.~~

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.
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 l'expérience ex-post et ajustent ces hypothèses, si nécessaire.
8. Les entreprises d'investissement fournissent **aux clients de détail et aux clients professionnels auxquels sont fournis le service de conseils en investissement ou de gestion de portefeuille** 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;
 - b) l'illustration montre tout pic ou toute fluctuation attendu des coûts; et
 - c) l'illustration s'accompagne d'une description de l'illustration.

Ces propositions de modification répondent / traduisent :

- les modifications induites par le Quick Fix au texte de niveau 1 ;
- les propositions de simplification du régime (régime total *versus* régime allégé) en fonction que le produit est un PRIIPs ou non ;
- le souhait de clarifier la notion de relation continue qui déclenche l'obligation d'information *ex-post*.

➤ **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 investisseurs²⁹

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.
7	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2.
8	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2.
9	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2.
11	A modifier	Conservation de la réponse à l'exception de la partie important la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2.
12	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2.
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.
16	A conserver	
17	A supprimer	Suppression de l'importation de la méthodologie de calcul des coûts PRIIPs dans MIF 2.
18	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si les propositions de l'AMAFI sont retenues.
19	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si les propositions de l'AMAFI sont retenues.
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 propositions de l'AMAFI sont retenues.

²⁹ Questions and answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ([ESMA35-43-349](#)).

23	A supprimer	Cette question-réponse ne sera plus pertinente si les propositions de l'AMAFI sont retenues.
24 à 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.
31, 32 et 33	A conserver	

Section « Autres sujets » du Q&A ESMA relatif aux sujets MIF 2 – Protection des investisseurs³⁰

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.

³⁰ *Questions and answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics* ([ESMA35-43-349](#)), dans leur dernière mise à jour du 21 décembre 2021.

4. PROCEDURE D'OPT-IN

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHÈSE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AU NIVEAU 1

Révision de la procédure d'opt in

- V. modifications de l'Annexe II de MiFID 2

Comme relayée par l'AMAFI dans sa réponse à la consultation de la Commission européenne sur MiFID 2 Refit ([AMAFI / 20-32](#)), plusieurs problématiques ont été identifiées concernant la procédure d'opt in telle que définie actuellement dans l'annexe II de MIF 2 (« Annexe »).

En effet, au sein de la catégorie « clients non professionnels », il existe une grande diversité de profils de clients: d'une part, certains de ces clients ont en fait une excellente situation financière et une très bonne connaissance des marchés financiers tandis que d'autre part certains n'ont pas beaucoup de ressources ou une connaissance très limitée des marchés financiers. Cette hétérogénéité soulève plusieurs problèmes.

Premièrement, la catégorisation actuelle peut empêcher, dans certains cas, l'accès à certains produits (qui sont dédiés aux clients professionnels et aux contreparties éligibles). C'est le cas des clients de la gestion de fortune ou de la banque privée qui peuvent avoir une bonne (voire très bonne) connaissance des marchés financiers et une somme d'argent importante à investir (pour diversifier leurs portefeuilles) mais qui n'ont pas accès à des produits sophistiqués (comme les fonds de *private equity* ou les *hedge funds*). En second lieu, cette situation pose également quelques problèmes avec certaines entreprises clientes (qui ne rentrent pas dans les critères de la clientèle professionnelle en soi) mais réalisent parfois beaucoup de transactions, notamment à des fins de couverture. Comme ils sont considérés comme non professionnels, par exemple, les entreprises d'investissement doivent leur fournir un « rapport d'adéquation » conformément à l'article 25, paragraphe 6, de MiFID II, pour chaque transaction, pourtant très similaire, qui prend du temps.

Plus globalement, les règles de protection des investisseurs de détail au titre de MiFID 2 sont très contraignantes et, si elles sont globalement bien adaptées aux clients de détail ayant des connaissances faibles à intermédiaires, elles sont considérées comme trop lourdes et excessivement contraignantes pour ces clients plus sophistiqués.

La solution la plus appropriée pour tenir compte de cette problématique selon l'AMAFI serait de pouvoir considérer ces clients comme des clients professionnels « sur option ». Pourtant, le retour d'expérience montre que la procédure³¹ à suivre pour ce faire empêche trop souvent de pouvoir réaliser ces opt in pour les raisons détaillées ci-dessous. C'est la raison pour laquelle l'AMAFI propose de **revoir cette procédure d'opt in**.

Pour rappel, cette procédure d'opt-in oblige le PSI à vérifier que le client répond à au moins deux des trois critères définis dans ladite Annexe à savoir : la réalisation d'un nombre minimum de transactions, la détention d'un portefeuille d'une taille minimale et l'occupation d'un poste dans le secteur financier.

Malheureusement, la pratique montre que cette procédure d'opt-in est très exigeante et qu'il est difficile en pratique de s'y conformer :

- d'une part, la rédaction actuelle des textes limite la possibilité pour les PSI de proposer cette solution à leurs clients, l'initiative devant venir de ces derniers ce qui est, en pratique, très difficile à satisfaire ;
- d'autre part, les critères que doit en partie réunir le client sont, en pratique, difficilement accessibles et limitent donc dans les faits cette possibilité d'opt in.

³¹ Telle que précisée au paragraphe II.2 de l'Annexe II de MiFID 2.

Enfin, la rédaction de la procédure dans l'Annexe est source d'ambiguïté en ce qu'il convient de faire l'évaluation des critères sur la personne morale elle-même ou sur son représentant personne physique.

Modifier les conditions de mise en œuvre de la procédure

Premièrement, il est précisé que cette procédure doit être engagée à la seule demande du client et sans que le PSI ne l'ait incité à le faire. Or, pour des raisons évidentes, très peu de clients vont prendre d'eux-mêmes l'initiative de demander cette modification de traitement, en tout premier lieu parce qu'ils ignorent cette disposition réglementaire et que leur catégorisation leur est donnée au moment de l'entrée en relation et non pas à chaque transaction. Cette condition nie la réalité opérationnelle des relations avec les clients.

L'AMAFI propose de simplifier le processus de réalisation de ce changement de catégorisation en **permettant aux PSI de solliciter cette possibilité**. Chaque client doit ensuite bien évidemment rester libre de décider de requérir ce traitement différencié.

Revoir les critères de l'« opt-in »

Les critères actuellement proposés qui doivent être en partie satisfaits pour pouvoir prétendre à ce traitement différencié sont difficilement atteignables en pratique ce qui remet en question la possibilité pour les PSI de pouvoir effectivement mettre en œuvre cette procédure. L'AMAFI propose donc de revoir ces critères afin de les rendre plus opérationnels tout en restant suffisamment restrictifs pour que cette possibilité soit réservée aux seuls clients « avertis ».

Critère 1 : réalisation d'en moyenne 10 transactions d'une taille significative par trimestre au cours de la dernière année

Le premier critère qui requiert la réalisation de 10 transactions d'une taille significative en moyenne par trimestre au cours de la dernière année pose plusieurs problèmes : il limite la possibilité d'être traité comme un client professionnel sur des « nouveaux » produits et le nombre fixe de transactions à réaliser n'est pas adapté aux spécificités de certains produits.

En effet, la question-réponse 11.4 du Q&A de l'ESMA relatif à la protection des investisseurs³² indique que la taille significative de ces transactions doit être appréciée au regard des spécificités du produit concerné, ce qui tend à indiquer que les 10 transactions doivent être réalisées sur cette typologie de produit pour lequel le client souhaite être traité comme un client professionnel « sur option ». Or, le client ne peut avoir de produits appartenant à cette typologie en portefeuille puisque ces derniers nécessitent d'être catégorisés comme un client professionnel. Dans le même temps, pour pouvoir être considéré comme un client professionnel sur ces produits, il faut les avoir déjà traités...

Par ailleurs, la réalisation de 10 opérations par trimestre sur certaines classes d'actifs comme le *private equity* est totalement disproportionnée voire irréaliste. On peut également s'interroger sur la mise en œuvre de cette règle pour qualifier des clients comme « professionnels » sur toutes les classes d'actifs : dans une telle situation, comment vérifier le respect de ce critère pour l'ensemble des classes d'actifs (ce problème est d'autant plus complexe au moment de l'entrée en relation).

De plus, opérationnellement parlant, la constatation trimestrielle ne semble pas être la plus pertinente à prendre en compte, une fréquence « annuelle » semble être plus adaptée notamment pour les clients qui ne transmettent des ordres qu'à certaines périodes de l'année.

Enfin, pour maintenir un niveau de protection suffisant et s'assurer que seuls les clients non professionnels « avertis » pourront être traités comme des clients professionnels, il pourrait être envisagé de demander à remplir ou à renseigner un questionnaire *ad hoc* plus élaboré permettant de s'assurer que le client dispose des connaissances nécessaires (par son vécu personnel ou grâce à la transmission de connaissances

³² Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ([lien](#)).

qu'aura effectué son PSI) lui notamment permettant d'appréhender les risques et la complexité des nouvelles typologies de produits auxquelles il aurait accès.

L'AMAFI propose de revoir ce critère pour accepter que les transactions soient réalisées sur d'autres classes d'actifs notamment pour permettre l'acquisition de « nouveaux » produits aux clients. Elle propose aussi d'adapter le nombre de transactions requises aux spécificités de chaque classe d'actifs en établissant une fréquence annuelle plutôt que trimestrielle. Enfin, ce critère ainsi modifié pourrait se cumuler ou se substituer à une approche plus qualitative pour justifier de l'expérience du client en se basant plus sur ses connaissances effectives (que ces dernières soient acquises par lui-même ou sur la base de formation que le PSI pourrait lui délivrer) et qui pourraient ensuite être vérifiées par un questionnaire *ad hoc* plus élaboré.

Critère 2 : valeur du portefeuille financier du client

Le second critère demande que le client détienne un portefeuille d'instruments financiers de plus de 500 000 euros. Pour calculer cette valeur, ne peuvent être pris en compte que les dépôts bancaires et les instruments financiers. L'AMAFI considère que cette prise en compte est trop limitative et exclue, sans raison apparente, des supports qui présentent des caractéristiques similaires comme les contrats d'assurance-vie, les plans d'épargne salariale et les plans d'épargne retraite.

L'AMAFI propose de revoir ce critère pour élargir la valorisation du portefeuille du client afin d'y inclure tous les supports financiers et notamment les contrats d'assurance-vie, les plans d'épargne salariale et les plans d'épargne retraite.

Critère 3 : occupation d'un poste dans le secteur financier

Le troisième critère indique que le client doit avoir exercé, au moins un an, une fonction dans le secteur financier. Ce critère est trop limitatif. En effet, il exclut un certain nombre de clients professionnels qui disposent néanmoins de connaissances financières élevées. Par exemple :

- les personnes qui ont fait des études supérieures en Finance ;
- les personnes qui occupent des fonctions dans l'industrie requérant des connaissances financières avancées (directeurs financiers et dirigeants de sociétés par exemple).

De manière analogue à la proposition formulée précédemment (*v. critère 1*), il pourrait être envisagé de créer un questionnaire dédié à aux produits « sophistiqués » afin de s'assurer de la réalité de l'expérience et de la connaissance de ces clients. Ce questionnaire serait réalisé par chaque PSI afin de pouvoir être adapté aux produits et services qu'il fournit.

L'AMAFI propose d'élargir le champ des fonctions acceptées, par exemple aux personnes de formation supérieure en lien avec la finance et/ou aux fonctions professionnelles occupées dans l'industrie nécessitant d'avoir des compétences en matière financière. Comme pour le critère 1, cet élargissement pouvant être corrélé à une nouvelle obligation de renseigner un questionnaire *ad hoc* plus élaboré.

Les propositions de l'AMAFI de modifications des critères de la procédure pourraient être résumées comme suit :

Critères pour l'Opt-in	Annexe II de MiFID 2	Propositions de l'AMAFI
1) Nombre de transactions qui doivent avoir été réalisées	Moyenne de 10 transactions d'une taille significative par trimestre au cours de la dernière année	- Adapter la moyenne / nombre de transactions pendant la dernière année, en fonction des spécificités (nature / catégorie) de chaque classe d'actifs
2) Valeur du portefeuille financier du client - montant en euros (seuil) - champ d'application	- 500 000 EUR - Investissements dans des instruments financiers	- 500 000 EUR - Investissements dans des instruments financiers, des produits d'assurance-vie, des plans d'épargne salariale et des plans d'épargne retraite
3) Occupation d'un poste dans le secteur financier	Le client travaille (ou a travaillé) dans le secteur financier depuis (ou pendant) au moins un an	- Le client travaille dans le secteur financier ou a reçu une formation supérieure en lien avec la finance et/ou occupe des fonctions professionnelles dans l'industrie nécessitant d'avoir des compétences en matière financière - Toute personne ayant renseigné un questionnaire <i>ad hoc</i> plus élaboré.
Nombre de critères qui doivent être remplis (minimum)	2 sur 3	2 sur 3

✚ Ne pas différencier les clients professionnels « sur option » des clients professionnels « par nature »

Considérant que seuls les clients « avertis » peuvent prétendre à pouvoir accéder aux statuts de clients professionnels, la différenciation actuellement présente dans les textes entre les clients professionnels « sur option » et les clients professionnels « par nature », compliquée à gérer d'un point de vue opérationnel, ne semble plus pertinente.

Cette différenciation est sous-tendue par la phrase suivante : « *Ces clients ne sont cependant pas présumés posséder une connaissance et une expérience du marché comparables à celles des clients visés à la section I.* » (MiFID 2, Annexe II, II. (II.1. Critères d'identification), §2). Or, si comme le propose l'AMAFI, pour pouvoir être considérés comme des clients professionnels, les investisseurs non professionnels doivent passer un test permettant au PSI de s'assurer de leurs connaissances solides en matière financière, ledit test assurera que le client a une connaissance et une expérience du marché comparable aux clients professionnels. La présomption originale n'a donc plus lieu d'être ni le principe de maintenir une différence de traitement entre les clients professionnels sur option et ceux par nature.

Cette différenciation est en outre extrêmement complexe à gérer dans les systèmes informatiques et crée, en fait, une sous-catégorie au sein de la catégorie des clients professionnels ce qui n'est pas l'objectif initialement assigné à cette procédure d'*opt-in*.

L'AMAFI propose d'imposer aux PSI les **mêmes obligations lorsqu'ils font face à des clients professionnels par nature ou sur option.**

Clarifier les modalités d'évaluation des clients personne morale

L'AMAFI a constaté que la rédaction du texte actuelle est source d'ambiguïté en ce qu'il convient de faire l'évaluation des critères sur la personne morale elle-même ou sur son représentant personne physique.

En effet, s'il n'y a peu de doute que le troisième critère ne peut viser que la personne physique représentant la personne morale, la réponse est moins évidente pour le premier critère et contre-intuitive pour le deuxième critère. Ainsi il serait utile de modifier le texte pour clarifier ce point.

Selon l'AMAFI :

- La personne qui doit justifier d'une expérience appropriée par un nombre suffisant de transactions est / doit être la personne physique représentant la personne morale ;
- Le portefeuille d'instruments financiers (dont la valeur doit dépasser 500 000 euros) est celui géré par la personne physique représentant la personne morale (mais pas nécessairement le portefeuille appartenant à cette personne physique).
- La formation financière ou l'occupation professionnelle est nécessairement celle de la personne physique représentant de la personne morale.

Par ailleurs, la précision apportée au quatrième paragraphe de l'Annexe selon laquelle l'évaluation porte sur la personne physique représentant le client personne morale, devrait être étendue à toutes les entreprises et aux municipalités / pouvoirs publics locaux, et non pas seulement aux « petites entreprises ».

Propositions de modification du texte

Texte de niveau 1

Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (« MiFID 2 »)

ANNEXE II

II. CLIENTS POUVANT ÊTRE TRAITÉS COMME DES PROFESSIONNELS À LEUR PROPRE DEMANDE

II.1. Critères d'identification

Les clients autres que ceux mentionnés à la section I, y compris les organismes du secteur public, les pouvoirs publics locaux, les municipalités et les investisseurs particuliers, peuvent aussi être autorisés à renoncer à une partie de la protection que leur offrent les règles de conduite.

Les entreprises d'investissement sont donc autorisées à traiter n'importe lequel de ces clients comme un client professionnel, moyennant le respect des critères et de la procédure ci-après. ~~Ces clients ne sont cependant pas présumés posséder une connaissance et une expérience du marché comparables à celles des clients visés à la section I.~~

Cette diminution de la protection accordée par les règles de conduite n'est réputée valide qu'à la condition qu'une évaluation adéquate, par l'entreprise d'investissement, de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client lui procure l'assurance raisonnable, à la lumière de la nature des transactions ou des services envisagés, que celui-ci est en mesure de prendre des décisions d'investissement et de comprendre les risques qu'il encourt.

Les critères d'aptitude appliqués aux administrateurs et aux directeurs des entreprises agréées sur la base des directives en matière financière peuvent être considérés comme un des moyens d'évaluer la compétence et les connaissances du client. Dans le cas d'~~une petite~~ entreprises, **et de municipalités et de pouvoirs publics locaux**, cette évaluation porte sur la personne autorisée à effectuer des transactions au nom de **ceux**-ci.

Dans le cadre de cette évaluation, au moins deux des critères suivants doivent être réunis:

—le client a effectué en moyenne dix transactions d'une taille significative par trimestre au cours des quatre trimestres précédents sur le marché concerné;

le client justifie d'une expérience appropriée par la réalisation d'un nombre suffisant de transactions sur des instruments financiers, en fonction de la nature des services et transactions envisagées.

—la valeur du portefeuille d'instruments financiers ~~dugéré~~ **par le** client, défini comme comprenant les dépôts bancaires, **des produits d'assurance-vie, des plans d'épargne salariale ou retraite** et les instruments financiers, dépasse 500 000 EUR;

—le client **a reçu une formation supérieure en lien avec la finance ou occupe depuis au moins un an ou a occupé pendant au moins un an des fonctions professionnelles dans l'industrie nécessitant d'avoir des compétences en matière financière** dans le secteur financier, une position professionnelle requérant une connaissance des transactions ou des services envisagés.

Les États membres peuvent adopter des critères spécifiques pour l'évaluation de la compétence et des connaissances des municipalités et des pouvoirs publics locaux qui demandent à être traités comme des clients professionnels. Ces critères peuvent remplacer ou compléter ceux énumérés au cinquième paragraphe.

II.2. Procédure

Ces clients ne peuvent renoncer à la protection accordée par les règles de conduite que selon la procédure ci-après:

—le client notifie par écrit à l'entreprise d'investissement, **le cas échéant sur proposition de cette dernière**, son souhait d'être traité comme un client professionnel, soit à tout moment, soit pour un service d'investissement ou une transaction déterminés, soit encore pour un type de produits ou de transactions;

—l'entreprise d'investissement précise clairement et par écrit les protections et les droits à indemnisation dont le client risque de se priver;

—le client déclare par écrit, dans un document distinct du contrat, qu'il est conscient des conséquences de sa renonciation aux protections précitées.

Avant de décider d'accepter cette renonciation, l'entreprise d'investissement doit être tenue de prendre toute mesure raisonnable pour s'assurer que le client qui souhaite être traité comme un client professionnel répond aux critères énoncés à la section II.1. **Il peut s'en assurer en demandant au client de compléter un questionnaire d'évaluation ad hoc. [...]**

Ces modifications visent à traduire les propositions de modifications de la procédure d' <i>opt in</i> .
--

5. MEILLEURE EXECUTION : SUPPRESSION DES RAPPORTS DUS AU TITRE DES RTS 27 ET RTS 28

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHÈSE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AU NIVEAU 1

Suppression des rapports RTS 28 et 27

- V. modifications de l'article 27 de MiFID 2

✚ Suppression des rapports dus aux titres des RTS 28 et 27

Le Quick Fix prévoit que l'envoi des rapports de meilleure exécution sur la qualité d'exécution des transactions dus par les entreprises d'investissement, les plateformes de négociation ou les fournisseurs de liquidité au titre de l'ex-RTS 27³³ est suspendu pour deux ans à partir de la date d'entrée en vigueur de la Directive modifiant MiFID 2 (*Quick Fix MiFID 2, Article 27(3)*), soit du 27 février 2021 jusqu'au 28 février 2023. La CE considère en effet que le rapport coûts/bénéfices du rapport du au titre du RTS 27 est insuffisant et propose de suspendre cette obligation. Elle devra envoyer un rapport au Parlement européen et au Conseil sur la pertinence de ce RTS un an après la date d'entrée en vigueur du Quick Fix (*Quick Fix MiFID 2, Article 27(3) : d'ici le 28 février 2022*).

Le Quick Fix prévoit en outre que la CE devra également soumettre un rapport sur la pertinence de l'envoi par les entreprises d'investissement des rapports de meilleure exécution sur le classement des cinq premières plateformes d'exécution dus au titre de l'ex-RTS 28³⁴, un an après la date d'entrée en vigueur de la Directive (*Quick Fix MiFID 2, Article 27(6) : d'ici le 28 février 2022*).

L'AMAFI s'étonne toutefois que la CE n'ait pas intégré les rapports dus au titre du RTS 28 dans le cadre de la suspension de l'obligation d'émission des rapports dus au titre du RTS 27, alors que les mêmes critiques concernant les premiers ont été formulées dans la réponse à la consultation de la Commission européenne menée en mars 2020 (cf. *AMAFI / 20-32, p. 44 et 45*).

Ainsi, compte tenu des retours pratiques et opérationnels de ses membres, l'AMAFI constate que les rapports d'exécution dus au titre du RTS 28 ne sont pas véritablement pris en compte par les clients des entreprises d'investissement. L'AMAFI considère que ces rapports de meilleure exécution ne sauraient être considérés comme de l'« information utile » à destination des investisseurs en ce qu'ils ne les prendraient pas en considération. Les investisseurs *wholesale* – en particulier les établissements de taille importante – ont en pratique d'ores et déjà leur propre outil d'analyse des coûts de transaction afin de mener leurs propres analyses. Ensuite, les entreprises d'investissement *buy-side* reçoivent toute l'information pertinente au moyen d'autres canaux (*e.g. brokerage meetings*). Enfin, pour ce qui concerne les clients *retail*, ces rapports semblent être trop techniques pour être véritablement compréhensibles et leur être utiles.

Par conséquent, l'AMAFI **propose de supprimer les rapports de meilleure exécution et sur la qualité d'exécution** dus respectivement au titre de l'article 27.6 de MiFID 2 et de l'ex-RTS 28 et de l'article 27.3 de MiFID 2 et de l'ex-RTS 27.

³³ Règlement délégué (UE) 2017/575 de la Commission du 8 juin 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers par des normes techniques de réglementation relatives aux données que doivent publier les plates-formes d'exécution sur la qualité d'exécution des transactions ([lien](#)), ex-« RTS 27 » (« RTS » pour *regulatory technical standard*).

³⁴ Règlement délégué (UE) 2017/576 de la Commission du 8 juin 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant la publication annuelle par les entreprises d'investissement d'informations sur l'identité des plates-formes d'exécution et la qualité de l'exécution ([lien](#)), ex-« RTS 28 ».

Propositions de modification du texte

Article 27 de MiFID 2

Obligations d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables du client

(...)

~~3. Les États membres exigent que, pour les instruments financiers soumis à l'obligation de négociation visée aux articles 23 et 28 du règlement (UE) n° 600/2014, chaque plate-forme de négociation et internalisateur systématique, et, pour les autres instruments financiers, chaque plate-forme d'exécution mette à la disposition du public, sans frais, les données relatives à la qualité d'exécution des transactions sur cette plate-forme au moins une fois par an et qu'à la suite de l'exécution d'une transaction au nom d'un client, l'entreprise d'investissement précise au client où l'ordre a été exécuté. Ces rapports périodiques incluent des informations détaillées sur le prix, les coûts, la rapidité et la probabilité d'exécution pour les différents instruments financiers.~~

~~L'obligation d'information périodique à destination du public, prévue au présent paragraphe, ne s'applique pas avant le 28 février 2023. La Commission examine en détail la pertinence des obligations d'information prévues au présent paragraphe, et soumet un rapport au Parlement européen et au Conseil au plus tard le 28 février 2022.~~

(...)

~~6. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qui exécutent des ordres de clients qu'elles établissent et publient une fois par an, pour chaque catégorie d'instruments financiers, le classement des cinq premières plates-formes d'exécution sur le plan des volumes de négociation sur lesquelles elles ont exécuté des ordres de clients au cours de l'année précédente et des informations synthétiques sur la qualité d'exécution obtenue.~~

~~La Commission examine en détail la pertinence des obligations d'information périodiques prévues au présent paragraphe, et soumet un rapport au Parlement européen et au Conseil au plus tard le 28 février 2022.~~

Ces propositions de modification visent à matérialiser la demande de suppression des rapports de meilleure exécution dus au titre de l'article 27, paragraphes 3 et 6 de MiFID 2 et détaillés dans les ex-RTS 27 et RTS 28.

6. MESURES D'INTERVENTION

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHÈSE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AU NIVEAU 1

Clarifier l'articulation des mesures européennes et nationales et renforcer les exigences de consultation

- V. modifications de l'article 40 de MiFIR

Clarifier l'articulation des mesures européennes et nationales et renforcer les exigences de consultation

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 différente³⁵.

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.

³⁵ 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.

Propositions 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.

(...)

Ces propositions de modification visent à :

- renforcer les exigences de consultation ;
- mieux articuler les mesures nationales et celles prises par ESMA.

7. ARTICLE 62.2 DU RD : ALERTE 10% (« SUR LES PERTES »)

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHÈSE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AU NIVEAU 1

- Pas de modification du niveau 1

Clarifier le régime actuel – exclure les instruments financiers dérivés de couverture

- V. modifications de l'article 62.2 du RD MiFID 2

✚ Exclusion des dérivés de couverture du champ et besoin de clarifications

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 la notion de « détention de compte ».

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.

Enfin, l'AMAFI demande à ce que **soit clarifié au niveau 3 les critères par lesquels un instrument financier sera considéré à effet de levier et donc comme entrant dans le champ** de cette obligation.

✚ Propositions de modification du texte

➤ *Texte de niveau 2*

Article 62 du RD MiFID 2 2017/565

(...)

2. Les entreprises d'investissement qui 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 d'un risque**, 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.

➤ *Texte de niveau 3*

Document de questions-réponses de l'ESMA

Section « Reporting post-sales » du Q&A ESMA relatif aux sujets MIF 2 – Protection des investisseurs³⁶

Question 11 [Last update: 23 March 2018]

What does "hold a retail client account" mean in the context of Article 62(2) of the MiFID II Delegated Regulation?

Answer 11

The phrase "hold a retail client account" could be understood as:

- providing the ancillary service of (1) Section B of Annex 2 of MiFID II of safekeeping and administration of financial instruments for the account of retail clients, or;
- holding an account intended for registering client's transactions on financial instruments (in the context of an investment service provided to a retail client)

Unless these financial instruments were marketed or the client's transactions were made for the sole purpose of hedging risks underlying.

³⁶ Questions and answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ([ESMA35-43-349](#)).

8. VERIFICATION DU CARACTERE ADEQUAT

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHÈSE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AU NIVEAU 1

- Pas de modification du niveau 1 ni du niveau 2

Ajustements nécessaires dans les Orientations Suitability ESMA (niveau 3)

- V. suppression de l'orientation 7 et modifications des § 81 et 91

✚ Redondance/contradiction avec le régime Gouvernance Produit

Comme elle en avait fait part au moment de la rédaction des Orientations, l'AMAFI est fortement opposée à l'Orientations 7 « Dispositions nécessaires pour comprendre les produits d'investissement » des Orientations de l'ESMA relatives à *Suitability*³⁷. 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).

L'AMAFI propose donc de **supprimer cette orientation 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.

³⁷ 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](#)).

Goldplating sur le rapport d'adéquation

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**.

Propositions de modification du texte

Orientations de l'ESMA relatives à Suitability — Orientation générale n°7

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 œuvre 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)

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.~~

