

**CONSULTATION ACPR/AMF
MISE A JOUR DE LA DOCTRINE ACPR/AMF
EN MATIERE DE PLACEMENT
-
Observations de l'AMAFI**

Les services de l'ACPR et de l'AMF, respectivement les 25 février et 4 mars dernier ont consulté les professionnels sur un projet de mise à jour de leur doctrine partagée, la Position 2012-P-02 / 2012-08 relative au placement et à la commercialisation d'instruments financiers.

Les modifications proposées sont de deux ordres :

(1) Une actualisation des références réglementaires ensuite de la transposition de la directive MIF 2 plus particulièrement sur les dispositions applicables aux Conseillers en Investissements Financiers (CIF).

(2) Une modification est introduite, « reflétant l'évolution de la doctrine commune développée par les services de l'AMF et de l'ACPR lors de l'instruction des demandes d'agrément des plateformes de distribution ». L'AMF précisant « lesquels lesdits prestataires, s'intermédiant dans la distribution de titres de créance structurés, offraient en réalité bien un service à des émetteurs qui consistait, notamment, à mettre à leur disposition un réseau sélectionné et organisé de distributeurs (prestataires de services d'investissement et/ou conseillers en investissements financiers). Dans ce cadre, les deux conditions cumulatives qualifiant un service de placement (service à un émetteur et recherche, directe ou indirecte, de souscripteurs) sont présentes. Cette proposition ne constitue ainsi pas un revirement de doctrine des deux autorités, mais l'externalisation d'un principe utilisé même après la publication de 2012 ».

L'AMAFI est très sensible à ce deuxième aspect qui concentre ses commentaires en réponse à la présente consultation.

D'une part, et de manière générale, les doctrines appliquées par les autorités en matière d'agrément de services d'investissement sont structurantes pour la Place compte tenu des enjeux et des risques encourus en cas de défaut. Il est donc essentiel que ces doctrines soient suffisamment claires, lisibles et stabilisées.

D'autre part, et plus précisément cette question du service de placement dans le contexte de la distribution des titres de créance structurés, constitue un enjeu extrêmement fort pour un certain nombre d'établissements que représente l'AMAFI qui a d'ailleurs préalablement contribué à cette réflexion avec les services de l'ACPR et l'AMF.

En effet, il nous semble que la modification proposée, sur la base d'une analyse que nous contestons au fond (et outre que sa portée est à clarifier), est susceptible de créer des contraintes supplémentaires injustifiées à notre sens pour les acteurs concernés et surtout de perturber indûment l'écosystème de la distribution des produits d'épargne. L'AMAFI s'oppose donc à cette modification proposée qui mérite un échange plus approfondi avec les professionnels.

La position conjointe de l'AMF et de l'ACPR développée en 2012 considère que lorsqu'un prestataire de services d'investissement (PSI) ou un CIF distribue des produits d'épargne (OPCVM, FIA ou titres de créance structurés ci-après « Produits structurés »), ce distributeur ne fournit pas le service de placement non garanti à l'émetteur. En effet, l'une des deux conditions cumulatives caractérisant le service de placement (la recherche de souscripteurs ou d'acquéreurs) est présente mais la condition centrale et préalable d'un service qui serait rendu à l'émetteur n'est pas remplie, ces produits ayant d'abord pour objet d'offrir une solution d'épargne aux investisseurs.

La révision de la position commune AMF / ACPR qui est ici proposée, introduit une nouvelle exception à ce principe pour les Produits structurés, « *dans le cas de la mise à disposition d'un réseau de distributeurs en aval* ». Les autorités proposent en effet d'ajouter la mention suivante dans leur doctrine : « *lorsqu'un prestataire met à la disposition d'un émetteur de titres de créances structurés un réseau sélectionné et organisé de distributeurs (prestataires de services d'investissement ou conseillers en investissements financiers), il fournit également, en réalité, le service de placement* ».

✚ **En préambule, il est relevé que la formulation proposée ne semble pas suffisamment claire pour ne pas susciter des interrogations et des problèmes d'interprétation**

L'AMAFI considère que la rédaction de la mention qui est proposée d'ajouter à la Position n'est pas très claire et posera donc des problématiques d'interprétation et donc d'application en pratique : Qu'est ce qu'un réseau « *sélectionné et organisé* » ? Quand dois-je considérer que je « *mets à disposition* » de l'émetteur un tel réseau ?

Quel type de « prestataire » est visé ici ? Est-ce aussi bien des distributeurs que des sous-distributeurs ? Uniquement des PSI ou également des CIF ? Il est essentiel que ces points soient précisés.

✚ **Surtout, l'AMAFI conteste l'analyse selon laquelle les plateformes de distribution fournissent un service de placement à l'émetteur**

✓ **Rappel des échanges entre l'AMAFI et les services de l'ACPR et de l'AMF entre 2013 et 2016**

Depuis plusieurs années, s'est en effet développée parallèlement à la commercialisation « directe » (*i.e.* où le producteur/l'émetteur du produit entre en relation avec un distributeur qui commercialisera le produit à ses clients finaux) l'activité dite de plateforme de distribution, jouant un rôle d'intermédiaire entre les distributeurs (en général, des CIF, banques privées, banques de réseaux, gérants sous mandat) (« Distributeurs ») - qui peuvent eux-mêmes faire appel à des sous-distributeurs - et l'émetteur de ces produits (un PSI).

L'activité consiste à proposer des produits structurés élaborés pour correspondre aux besoins d'investissement rencontrés par ces Distributeurs auprès de leurs clients (les Investisseurs) en faisant appel à un émetteur. Cette activité est exercée par des acteurs opérant soit sous le statut de CIF¹, soit, sous celui de PSI, avec les obligations réglementaires propres à chacun de ces statuts qui diffèrent, notamment en termes de capitaux propres et de conformité.

¹ Ces acteurs pouvant d'ailleurs exercer d'autres activités que celle de plateforme de distribution, comme par exemple la commercialisation en direct de produits structurés.

² Synthèse de la partie I. de la note AMAFI 13-56 rapportée en Annexe 1 du présent document.

³ Ou relayé par le Distributeur dans le cas d'un schéma avec sous-distribution.

Afin de faire clarifier les conditions dans lesquelles cette activité est exercée, l'AMAFI avait rédigé en 2013 une note décrivant l'activité et ses particularités et pour examiner quel(s) service(s) d'investissement est(sont) potentiellement rendu(s) lorsqu'elle est exercée (AMAFI/13-56, v. Annexe 1).

Description de l'activité de plateforme de distribution²

Le rôle de la plateforme de distribution consiste à analyser les besoins d'investissement rencontrés par un ou plusieurs Distributeurs auprès de ses clients pour lui proposer un schéma de produit structuré répondant à ces besoins. En cas d'intérêts exprimés³ par le Distributeur ou plusieurs Distributeurs pour un certain montant, la plateforme entame alors des discussions avec un ou plusieurs Producteurs (le cas échéant, via un processus de sélection) pour déterminer précisément les caractéristiques du produit.

Une fois recueillis les intérêts des Distributeurs concernés pour le produit, la plateforme indique à l'Emetteur son accord pour le lancement du produit pour un certain montant de souscription envisagé qui en détermine ses caractéristiques économiques. Le(s) Distributeur(s) commercialise(nt) ensuite le produit auprès des Investisseurs. Les ordres d'achat, le plus souvent⁴, soit transitent par le Distributeur, soit sont transmis par un autre PSI, qui transmettent à leur tour les ordres d'achat au Producteur.

Comme il n'y a pas, directement ou indirectement, d'engagement de souscription ou d'achat d'un montant minimal pris par la plateforme vis-à-vis de l'Emetteur, même si le montant finalement souscrit est inférieur aux intérêts initialement remontés, à aucun moment elle ne souscrit les titres non commercialisés.

Plus précisément sur la question de savoir si un service de placement non garanti⁵ était rendu par ces plateformes, considérant que l'activité de la plateforme ayant pour seul objet d'offrir une solution d'épargne à la clientèle des Distributeurs, cette activité ne vise aucunement à répondre à un besoin de financement de l'émetteur. La recherche de souscripteurs ou d'acquéreurs par ces Distributeurs n'est donc pas effectuée « *pour les besoins du service rendu à l'émetteur* » ni, donc, pour son compte mais pour répondre à ceux exprimés par les Investisseurs. En outre, la nature du service fourni par la plateforme n'emporte aucun engagement vis-à-vis de l'émetteur, consistant à souscrire en compte propre les titres qui, par rapport au montant initialement prévu, resteraient non souscrits par les Investisseurs. Ainsi, la note AMAFI 13-56 conclue que les plateformes de distribution ne fournissent ni du service de placement non garanti ni du service de placement garanti.

Cette question a fait l'objet de longs échanges entre l'AMAFI et les services concernés de l'ACPR et de l'AMF et a donné lieu à plusieurs réunions jusqu'en 2016 où ces dernières ont adressé un courrier à l'Association (v. Annexe 2) dans lequel elles concluent que dans le contexte dans lequel cette question a été adressée, « **les plateformes de distribution ne fournissent pas de service de placement non garanti aux émetteurs de produits structurés** :

- le service est rendu aux clients « partenaires-distributeurs » puisqu'il vise à l'émission de produits répondant à une demande de ces derniers [...]
- [...] le risque de non placement étant entièrement porté par l'émetteur. »

² Synthèse de la partie I. de la note AMAFI 13-56 rapportée en Annexe 1 du présent document.

³ Ou relayé par le Distributeur dans le cas d'un schéma avec sous-distribution.

⁴ Il peut également arriver que les ordres transitent par la plateforme elle-même, ce qui implique que celle-ci dispose de l'agrément de réception-transmission d'ordres pour les instruments financiers concernés.

⁵ Constitue le service de placement non garanti « *le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition* » (Comofi, art. D. 321-1 §7). Les notions de service rendu à l'émetteur et d'absence de garantie apportée à celui-ci sont centrales dans cette définition.

La conclusion de ces échanges à l'époque est donc que ces plateformes de distribution ne rendent pas le service de placement.

Des documents de l'ACPR et de l'AMF mis en consultation aujourd'hui, l'AMAFI comprends que par « *la mise à disposition d'un émetteur de titres de créances structurés un réseau sélectionné et organisé de distributeurs (prestataires de services d'investissement ou conseillers en investissements financiers)* » est visée l'activité de plateforme de distribution. Avec la mention selon laquelle « *il fournit également, en réalité, le service de placement* », **la Position entend préciser désormais que ces plateformes de distribution doivent être agréées pour fournir le service de placement.**

L'AMAFI s'interroge sur la justification apportée par l'ACPR et l'AMF à la proposition de révision ici mise en consultation. S'il s'agit de refléter « *l'évolution de la doctrine commune développée par les services de l'AMF et de l'ACPR lors de l'instruction des demandes d'agrément des plateformes de distribution* », cela est contradictoire avec la position qui nous été confirmée en 2016.

En outre, selon l'AMAFI, la Position consistant à demander un agrément pour le service de placement non garanti aux plateformes de distribution ne correspond pas au constat qu'elle fait puisqu'un certain nombre de ces plateformes (et la totalité de celles qui ont un statut de CIF) ne le sont pas. Elle relève d'ailleurs que si l'AMF écarte le principe d'un revirement, l'ACPR elle dit refléter une « évolution ».

✓ **Les plateformes de distribution ne fournissent pas de service de placement non garanti à l'émetteur quel que ce soit le schéma (ascendant/descendant) et quel que soit le produit (sur mesure ou de campagne)**

L'activité de plateforme de distribution, telle que décrite ci-dessus, ne correspond pas à la fourniture d'un service de placement, car si l'une des deux conditions cumulatives caractérisant le service de placement (la recherche de souscripteurs ou d'acquéreurs) est présente la condition centrale et préalable que cette recherche se fait dans le cadre d'un service qui serait rendu à l'émetteur n'est pas remplie, ces produits ayant d'abord pour objet d'offrir une solution d'épargne aux investisseurs.

Cette analyse demeure exacte, quel que soit la nature du schéma de distribution envisagé :

- (1) un schéma dit « ascendant », par lequel la plateforme, via les Distributeurs ou sous distributeurs, remonte aux émetteurs des besoins particuliers des Investisseurs qui *a posteriori* va définir les caractéristiques d'un produit sur la base de ces besoins ; et
- (2) un schéma dit « descendant », probablement plus rare où certains émetteurs peuvent avoir eux-mêmes les idées de produits en amont et dont les caractéristiques sont déjà définis.

Cette analyse demeure exacte également, quel que soit la nature du produit concerné :

- (1) un produit qui est conçu de manière à répondre à un ou des besoins assez spécifiques, pouvant être désigné comme un produit « sur mesure » ; et
- (2) un produit conçu pour être distribué largement, souvent via plusieurs distributeurs (on parle aussi de produit « multi distribués » ou de produits « de campagne »).

En effet, dans les schémas présentés ci-dessus et de manière similaire, la plateforme de distribution analyse si le produit peut répondre au besoin d'investissement rencontré par les Distributeurs et met les émetteurs en concurrence, le cas échéant via un processus d'appel d'offres.

L'intermédiation que pourrait faire une plateforme de distribution pour la vente de ces produits entre les Distributeurs et l'émetteur n'est pas faite à sa demande ni pour son compte. **L'objectif reste d'offrir une solution d'épargne aux clients finaux des distributeurs et non pas de trouver des souscripteurs pour son compte.**

En conclusion, la 2^{ème} condition pour caractériser le service de placement demeure absente même quand l'émetteur a accès à « un réseau sélectionné et organisé de distributeurs (prestataires de services d'investissement et/ou conseillers en investissements financiers).

✓ **Les plateformes de distribution fournissent bien un service à l'émetteur mais ce service n'est pas le service d'investissement de placement**

Il est vrai de considérer que l'accès à ces réseaux de distributeurs qu'offre la plateforme de distribution représente une utilité, un intérêt pour l'émetteur – ce qui d'ailleurs justifie la rémunération versée à la plateforme – qui cause effectivement la réalité d'un « *service rendu à l'émetteur* ». Il n'est pas essentiel – l'émetteur a le plus souvent également des relations directes avec des distributeurs – mais il complète souvent utilement sa capacité de distribution vis-à-vis de distributeurs de taille plus modeste ou plus éloignés de l'émetteur qui n'a pas le temps ou la force de vente nécessaire pour les capter tous.

Ce service effectivement rendu par l'émetteur n'est pour autant pas le service de placement dès lors que la plateforme n'agit pas pour le compte de l'émetteur. C'est en fait un service de « commercialisation », le but étant de créer un lien avec un nombre plus important de distributeurs.

Par ailleurs, comme évoqué dans la note AMAFI/13-56, ces plateformes sont susceptibles par ailleurs de fournir d'autres services (tels que la réception-transmission d'ordres ou le conseil en investissement) et d'avoir à ce titre différents agréments (de PSI ou de CIF). D'ailleurs, en pratique, comme évoqué ci-dessus, ces plateformes ont soit le statut de PSI soit celui de CIF.

✚ **Quelles conséquences si les plateformes de distribution devraient être agréées pour fournir le service de placement ?**

(1) A court terme, créer des contraintes supplémentaires injustifiées pour ces acteurs.

Les obliger à se faire agréer pour fournir un service de placement engendre des conséquences lourdes et préjudiciables pour ces acteurs :

- d'abord, en termes prudentiel : les dotations en fonds propres nécessaires au service de placement sont plus importantes que celles demandées en lien avec les autres services d'investissement. Pourtant, comme précédemment évoqué, les plateformes de distribution n'assument aucun risque en cas de souscription des produits émis. En sus, les entités concernées, une fois agréées pour le service de placement, tomberaient dans le champ d'application de CRD IV ce qui a des conséquences lourdes et là aussi peu voire pas adaptées à leurs activités.

- ensuite statutaires : les CIF - qui par nature, ne peuvent être agréées pour fournir un service de placement devraient changer de statut pour devenir entreprise d'investissement avec des contraintes surtout organisationnelles et prudentielles plus lourdes.

(2) A plus long terme, déstabiliser l'écosystème de la distribution des produits d'épargne

Par ailleurs, cette modification de la position déstabilise une doctrine jusqu'alors installée quant à la définition du service de placement. Si demain, les plateformes de distribution sont considérées comme fournissant un service de placement, *quid* après demain des distributeurs eux-mêmes ? Qui peuvent faire appel à des sous-distributeurs ? Sur la base du même raisonnement, ne risquent-ils pas de se voir requalifiés comme fournissant un service de placement ?

C'est le fondement même de la distinction commercialisation des produits d'épargne et placement des produits de financement qui s'en trouve remis en cause potentiellement.

✚ Quels objectifs sont poursuivis par l'ACPR et l'AMF à travers cette modification ? Le cadre législatif et réglementaire actuel doit nécessairement déjà y répondre.

L'AMAFI s'interroge sur les raisons et les objectifs – considérant les impacts développés ci-dessus – des autorités à travers cette modification ? Pourquoi souhaitent elles que les plateformes de distribution soient agréées pour le service de placement ?

Si l'enjeu est prudentiel, à nouveau, l'AMAFI a déjà démontré qu'il n'y en avait pas.

Si l'enjeu est la protection des Investisseurs ou la gestion des conflits d'intérêts, le dispositif MIF 2 et en particulier le dispositif Gouvernance des produits encadre de manière suffisamment robuste la distribution des Produits (notamment) structurés indépendamment de la qualification d'un service de placement. L'émetteur est nécessairement Producteur au sens de MIF 2 et donc doit mettre en œuvre toutes les diligences prévues vis-à-vis de ses distributeurs qu'ils soient intermédiés ou non via une plateforme de distribution, qu'ils soient PSI ou CIF ou même non soumis à MIF 2. Symétriquement, les distributeurs sont eux-aussi soumis aux règles de Gouvernance des produits (même si le Producteur lui ne l'est pas) et aux autres règles de protection des investisseurs (en particulier la vérification du caractère approprié ou adéquat des services), qu'ils soient d'ailleurs PSI ou même CIF. En conclusion, il apparaît qu'obliger la plateforme de distribution pour cette activité à être agréer pour le service de placement n'augmentera en rien la protection due aux Investisseurs. Le fait est que les Distributeurs eux-mêmes – qui sont en relation directe avec les investisseurs – n'en disposent pas...

Outre que l'AMAFI conteste cette modification et n'en comprend pas la motivation – qui d'ailleurs singularise de manière inexplicée les Produits structurés⁶ – elle pense surtout qu'elle a des conséquences néfastes qu'il est aisé d'anticiper.

D'ailleurs, au-delà du raisonnement juridiquement que nous contestons, d'un point de vue pratique, quel est l'intérêt d'imposer un tel agrément à la plateforme alors que les distributeurs en contact direct avec les investisseurs sont « uniquement » CIF (et donc, par définition, ne peuvent pas fournir le service de placement) ?

⇒ En conclusion, l'AMAFI s'oppose à la modification proposée. A tout le moins, elle déstabilise de manière préjudiciable le cadre juridique et réglementaire de la distribution des produits structurés et nuit à sa lisibilité et à sa stabilité.

Elle considère que les enjeux sont trop importants pour ne pas poursuivre plus avant la concertation avec les professionnels avant d'entériner cette proposition. L'AMAFI se tient à la disposition des services de l'ACPR et de l'AMF pour échanger à nouveau sur cette question.



⁶ Sauf erreur, il semble que la commercialisation d'OPCVM n'est pas visée par la proposition de nouvelle exception de l'ACPR et de l'AMF. Un émetteur d'OPCVM pourrait utiliser le principe mentionné au point 3) de la Position de 2012 pour commercialiser ses produits par l'intermédiaire de CIF.