

## MIF 2 – MESURES DE NIVEAU 2 DOCUMENTS DE CONSULTATION ESMA Principaux éléments de la contribution AMAFI

A la fin du mois d'avril, et jusqu'au 1<sup>er</sup> août, l'ESMA a lancé une consultation publique à travers deux documents comportant plus de 800 pages et 800 questions. L'un (*Consultation Paper*) avait trait aux avis techniques sur les actes délégués que doit prendre la Commission européenne ; l'autre (*Discussion Paper*) concernait les normes techniques qui relèvent de l'Autorité, pour lesquelles il est prévu que soit produit un nouveau document de consultation, attendu désormais pour le début de l'année prochaine.

Par ailleurs, le 12 juin dernier, ont été publiés au Journal officiel de l'Union européenne (JOUE) les textes que ces mesures d'application doivent permettre de mettre en œuvre au travers, d'une part, du Règlement européen n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers et, d'autre part, de la Directive européenne n° 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers (v. notre mailing du 18 juin). A quelques exceptions près, ces textes seront applicables à partir du 3 janvier 2017, la transposition en droit national des mesures le nécessitant devant quant à elle avoir lieu au plus tard le 3 juillet 2016.

L'AMAFI a bien évidemment contribué à la consultation menée par l'ESMA, les deux documents qui lui ont été adressés à cet effet (AMAFI / 14-28 et AMAFI / 14-29) ayant été circularisés aux adhérents le 1<sup>er</sup> août dernier.

Dans ce contexte, cette note a pour objectif de présenter synthétiquement la position de l'Association sur les questions les plus importantes examinées à cette occasion. Elle est articulée autour des deux grandes thématiques autour desquelles s'organise le dispositif MIF : structure de marché et protection des investisseurs.

### I. STRUCTURE DE MARCHÉ

---

Les aspects structure de marché forment naturellement une part très importante de la consultation ESMA. Les aspects concernant les instruments autres que les actions ont particulièrement retenu l'attention de l'Association compte tenu des enjeux qu'ils représentent dans un contexte où les effets qui peuvent en découler sur le bon fonctionnement des marchés concernés sont difficiles à appréhender.

#### A. Non-equity

L'extension des obligations de transparence à l'univers *non-equity* constitue sans conteste l'une des principales nouveautés du dispositif MIF 2 et a en conséquence fait l'objet de travaux avancés pour tenter d'apprécier leurs effets attendus et les formes que ces nouvelles contraintes devraient prendre afin de ne pas mettre en péril la liquidité.

- **Définition d'un marché liquide (DP 3.6.)**

L'attention de l'AMAFI s'est particulièrement focalisée sur cette question : la définition d'un marché liquide constitue en effet un enjeu essentiel dans la mesure où cette qualification emporte application des obligations de transparence pré et post négociation mises en place par le MIF 2, les articles 9 et 11 du Règlement prévoyant la possibilité de dérogations à ces obligations pour les seuls instruments financiers n'ayant pas un marché liquide.

Il apparaît ainsi essentiel de prendre en compte les spécificités des marchés *non-equity*, qui sont des marchés dans lesquels les *market makers* et les intermédiaires jouent un rôle crucial pour fournir de la liquidité aux investisseurs, à la différence de la plupart des marchés jusqu'ici couverts par MIF 1. Soumettre ces acteurs à des obligations de transparence lorsqu'ils interviennent sur des marchés non liquides accroîtrait en effet sensiblement le risque qu'ils supportent, et donc diminuerait leur appétence à fournir de la liquidité au meilleur prix aux investisseurs. Dans la mesure du possible, et afin de ne pas risquer de réduire trop sensiblement la liquidité, les réformes devraient en conséquence être mises en œuvre de manière graduée, à l'exemple de ce qui a été mené aux États-Unis.

**Pour les obligations**, l'Association soutient l'adoption d'une approche fondée sur un **univers test, établi à dire d'experts** en fonction de la réalité des marchés obligataires, le risque étant de procéder par captation d'un pourcentage d'instruments qui seraient a priori déclarés liquides sans considération suffisante de leurs caractéristiques intrinsèques (Q112).

A partir d'un univers test (434 codes ISIN des indices MTS) établi en avril 2014, l'AMAFI estime que les calibrages des différents critères appropriés devraient être les suivants :

- Taille moyenne des transactions : **10 MEUR**
- Fréquence :
  - nombre de jours pendant une année : **240**
  - nombre de transactions sur une année : **2,400**
- Intervenants de marché : **5**
- Spread : **entre 10 et 15 points de base**

En conclusion, il apparaît que les **titres souverains avec une souche à l'émission supérieure à 10 Mds EUR** satisfont ces critères et peuvent donc être considérés comme liquides en permanence. L'ESMA devrait vérifier si d'autres obligations, tels que les titres supra-souverains, suivent un même comportement.

D'autres obligations peuvent être liquides à certains moments de leur cycle de vie, qui suit 4 phases, dont 3 généralement caractérisées par un pic de liquidité (émission, après un événement de crédit, et à maturité). En revanche, le reste du temps, qui est aussi la plus longue partie de la vie du titre, la liquidité n'existe en pratique que ponctuellement générée par des intervenants de marché qui s'interposent (*market makers*) entre acheteurs et vendeurs ou qui les rapprochent (intermédiaires de marché). Cela signifie que, sauf à ce qu'ESMA puisse tenir compte de cette cyclicité, il serait extrêmement dangereux de classer comme liquide un titre au regard de la seule observation de son comportement lors de l'un ou l'autre de ces pics de liquidité.

L'ESMA s'interroge sur l'application des tests de liquidité mis en œuvre soit instrument par instrument (méthode dite IBIA), soit en rattachant chaque instrument à une classe, réputée homogène quant à son statut de liquidité (méthode COFIA), afin de limiter les tests. L'AMAFI considère que pour les obligations, l'approche par classe d'instruments, qui permettrait à terme une détermination plus aisée de la liquidité, pourrait être envisagée dans le cas où serait retenue la méthode par univers test présentée ci-dessus, qui permet de dégager facilement de larges catégories. Autrement, il semble que l'approche IBIA devrait être privilégiée.

**Pour les instruments dérivés**, la difficulté de rassembler des données quant aux différents critères, tant pour les superviseurs que pour les acteurs de la Place, limite à ce jour la capacité de détermination des contrats ou titres pouvant être considérés comme liquides. En première analyse, il semble alors préférable d'employer une méthode de détermination de la liquidité par classes (COFIA), en gardant les catégories utilisées pour la mise en œuvre de l'obligation de compensation dans EMIR.

Les mêmes critères de liquidité, avec potentiellement des niveaux différents, doivent servir à définir quels dérivés seront soumis à l'obligation de négociation sur plateforme (articles 28 et 32 du Règlement) : l'Association juge important à cet effet de s'appuyer sur la liste des contrats dérivés d'ores et déjà été définis comme devant faire l'objet d'une obligation de compensation aux Etats-Unis.

- **Transparence pré-négociation sur les systèmes de RFQ (DP 3.7., Q124)**

L'AMAFI considère qu'il est essentiel de prendre en compte plusieurs facteurs afin de ne pas mettre à mal l'existence de ces systèmes, qui ont connu un fort développement ces dernières années (notamment dans l'univers obligataire, mais aussi pour les ETF), par l'introduction trop brusque d'exigences de transparence. Elle estime donc qu'il convient de prendre en compte :

- Le fonctionnement de ces marchés dirigés par les prix, avec des *market makers* ;
- Le caractère par définition clos de ces systèmes, dans lesquels la liquidité n'est « adressable » que par le demandeur de prix ;
- La concurrence internationale avec ses risques d'arbitrages réglementaires, notamment avec les US, où les règles SEF se limitent à exiger qu'une demande de prix soit adressée à 3 *market makers*.

Aussi est-il primordial de concevoir un régime adapté à ces systèmes. Le niveau 1, qui dispose « *The transparency requirements [...] shall be calibrated for different types of trading systems* » (Article 8(2) DU Règlement MIF 2) semble l'autoriser, et l'ESMA affiche une certaine flexibilité dans son document de discussion, où il est écrit : « *ESMA's Discussion Paper provides that the definition of these systems is key in "determining the minimum amount of pre-trade information they must offer"*. »

L'introduction d'une transparence pré-négociation similaire à celle appliquée sur les autres plateformes aurait selon l'AMAFI des conséquences négatives importantes sur la liquidité, sans bénéfices particuliers pour les intervenants de marché : les risques introduits pour les *market makers* ne seraient pas compensés par une amélioration significative du mécanisme de formation des prix, l'information étant disponible en *post-trade*. La divulgation d'informations pré-négociation peut en effet permettre à certains participants de prendre position à leur détriment, ce qui, comme cela a déjà été souligné, augmente leur risque et réduit leur appétence à fournir de la liquidité au meilleur prix aux investisseurs.

L'AMAFI propose donc de **reprendre l'approche américaine (« RFQ to three »)**, en exigeant du demandeur qu'il adresse sa demande de prix au minimum à trois *market makers*.

- **Transparence post-négociation (DP 3.8., Q141)**

Ici aussi, l'AMAFI considère nécessaire que soit prise en compte la spécificité des marchés de *market makers*, dont la prise de risques doit être préservée afin de ne pas réduire la liquidité disponible. En ce domaine, elle estime opportun de se rapprocher du régime américain, notamment des règles de la CFTC et de la SEC (DFA avec en particulier le régime SEF), qui a été mis en place par étapes et permet, indéfiniment, de **masquer les prix des transactions les plus importantes**.

Le régime proposé par l'Association cherche ainsi à garantir cette protection et semble envisageable malgré les contraintes du niveau 1. Les instruments liquides comme non-liquides devraient idéalement bénéficier d'un masquage sans limite de temps du volume pour les transactions au-dessus de la *size specific to the instrument*. Toutefois, en raison des difficultés que soulèverait une occultation indéfinie des volumes dans le cadre légal actuel, l'AMAFI propose des périodes d'occultation graduées en fonction de la liquidité et, pour les instruments liquides, de la taille des transactions, avec en particulier une période de plusieurs semaines pour les transactions sur instruments non-liquides et celles sur instruments liquides au-dessus des seuils *large in scale* (LIS). Par ailleurs, indépendamment de la question de l'occultation des volumes, l'AMAFI propose, pour les instruments liquides, une publication en temps réel (avec une durée inférieure à 15 minutes) des autres informations relatives à la transaction. Pour les instruments non liquides en revanche, cette publication doit être différée (de 5 à 10 jours ouvrables) dans la mesure où, pour ces instruments, une information sur l'existence d'une transaction suffit pour mettre en risque l'entité qui l'a réalisée vis-à-vis des arbitragistes.

En résumé, le régime proposé prendrait la forme suivante :

Instruments <i>non-equity</i> avec un marché liquide (pas de différé : publication avant 15 minutes)	
Taille de la transaction	Durée de la période d'occultation des volumes
Taille inférieure à la <i>size specific to the instrument</i>	N/A
Taille supérieure ou égale à la <i>size specific to the instrument</i> mais plus petite que la <i>large in scale</i>	120 minutes
Taille supérieure ou égale à la <i>large in scale</i>	Plusieurs semaines

  

Instruments <i>non-equity</i> sans marché liquide (différé de publication de 5 à 10 jours ouvrables)	
Taille de la transaction	Durée de la période d'occultation des volumes
Toutes les transactions	Plusieurs semaines

## B. Equity

- **Recalibrage de la transparence pré-négociation en fonction de l'évolution de la microstructure de marché pour l'equity (DP 3.1.)**

L'Association a relevé que la forte évolution de la microstructure des carnets d'ordre enregistrée depuis la mise en place de MIF 1 oblige à un recalibrage des seuils de LIS, restés figés depuis 2006. Ce rapide changement de la microstructure des carnets s'est notamment caractérisé par la baisse significative de l'AVT (*average value of transactions*) depuis 2006, révélateurs d'une baisse de la viscosité et d'une fragmentation de la liquidité, notamment sous l'influence de la montée en puissance du HFT.

Dans ce contexte, l'Association considère que l'ADT (*average daily turnover*) utilisée par l'ESMA n'est pas un indicateur suffisant. Pour le recalibrage, la meilleure solution serait en réalité de se fonder sur la profondeur à la meilleure limite des carnets d'ordres « *depth at the best bid and offer (DBBO)* ». Face toutefois à la difficulté d'obtenir de telles données, l'AMAFI estime que l'AVT donne une bonne indication de la viscosité des carnets, et doit être prise en compte dans le nouveau tableau pour la LIS.

L'Association propose en conséquence le tableau suivant :

	ADT < 100 000	100 000 < ADT < 500 000	500 000 < ADT < 1 000 000	1 000 000 < ADT < 5 000 000	5 000 000 < ADT < 25 000 000	25 000 000 < ADT < 50 000 000	50 000 000 < ADT < 100 000 000	100 000 000 < ADT		
AVT < 5 000	30 000	50 000	75 000	75 000	100 000	100 000	150 000	200 000		
5 000 < AVT < 10 000					100 000	150 000	150 000	200 000	250 000	
10 000 < AVT < 15 000					100 000	150 000	200 000	200 000	300 000	300 000
15 000 < AVT < 20 000							300 000	400 000	400 000	400 000
20 000 < AVT < 25 000							400 000	500 000	500 000	500 000
25 000 < AVT							500 000	650 000	650 000	650 000

- **Définition du HFT (CP 5.1.)**

L'AMAFI n'est pas satisfaite par les deux options proposées par l'ESMA, qui présentent d'importants défauts du fait de leurs périmètres potentiellement trop larges et indifférenciés pour les *market makers*.

L'option 1, qui vise à définir le *trading* à haute fréquence à partir d'une liste de trois critères (proximité du serveur, capacité de la bande passante et niveau du débit quotidien de messages, sur le modèle allemand), présente un risque d'obsolescence rapide en raison des évolutions technologiques.

L'option 2, qui quant à elle considère comme HFT l'intervenant dont la durée des ordres est inférieure à la durée médiane des ordres sur une plateforme, n'est pas acceptable en l'état en raison de son caractère purement relatif

L'AMAFI propose en conséquence d'enrichir l'option 2 par trois critères, les deux derniers critères étant alternatifs :

- Une **exclusion du calcul des ordres liés au *market making* et au *hedge de market making*** pour ne pas appréhender cette activité, par ailleurs encadrée, y compris lorsqu'elle est exercée avec des stratégies HFT.
- Un critère quantitatif avec une durée de vie médiane des ordres inférieure à **500 millisecondes** ;
- Un ***maker-taker ratio*** (avec un niveau envisagé à 75 %) afin de capter les preneurs de liquidité ayant un ratio supérieur au niveau fixé.

- **Régime des pas de cotation (DP 4.8.)**

La concurrence entre plateformes de négociation introduite par MIF 1 a conduit à une diminution importante des pas de cotation, entraînant une dégradation de la qualité des carnets d'ordres au détriment des investisseurs et au profit de certains intervenants, sans pour autant qu'une véritable plus-value ait été apportée au marché. Dans ce contexte, l'AMAFI est favorable à ce que ce régime soit régulé dans la perspective d'améliorer la qualité des marchés transparents. Toutefois, toute modification des pas de cotation a des conséquences économiques sur l'ensemble des participants de marché qu'il est très difficile, si ce n'est impossible d'anticiper. Dès lors, une approche prudente, par étapes, avec possibilité de revenir en arrière doit être privilégiée.

Sur cette base, l'AMAFI est donc favorable à la mise en place d'un régime des pas de cotation fondé sur l'option 1 proposée dans le document de consultation, sous réserve de certains ajustements. L'option 2 aboutirait probablement, et contrairement à l'objectif souhaité, à une diminution des pas de cotation actuels.

## C. Tous instruments

- ***Internalisation systématique et possibilité de facilitation (CP 3.3. et DP 3.4.)***

L'AMAFI se félicite de l'établissement de seuils quantitatifs dans la définition de l'internalisateur systématique, tout en questionnant le calibrage de ces seuils tels que proposés par l'ESMA à ce stade : ils apparaissent en effet trop faibles avec des niveaux non justifiés.

Par ailleurs, possibilité devrait être laissée aux entreprises d'investissement, pour tous les instruments, **d'intervenir en compte propre de façon *ad hoc* hors du champ de l'internalisation systématique**, dès lors qu'elles peuvent montrer que les transactions en question sont différentes de celles entreprises pour ses clients comme internalisateur systématique. En particulier, il est essentiel que pour le marché des actions, les intermédiaires de marché puissent continuer à répondre, en compte propre, à des demandes de transactions de la part de la clientèle.

## D. Commodities

- ***Modalités de mise en place des limites de position***

Sur ces questions, encore très ouvertes au stade des consultations, l'AMAFI souligne que l'harmonisation des dispositifs européen et nord-américain, bien que très importante compte tenu du caractère international des marchés de matières premières, ne saurait être absolue, sauf à s'effectuer au détriment des acteurs des marchés européens.

Ainsi, dans le cadre de la définition de la notion des contrats économiquement équivalent à des contrats traités sur des plateformes, notion complexe mais clef pour la détermination du champ d'application du dispositif, il est très important de prendre en compte les spécificités et divergences de chacun des cadres pour définir le dispositif qui s'appliquera en Europe.

On ne peut ainsi ignorer que la définition des instruments financiers n'est pas la même en Europe et aux Etats-Unis et que, contrairement à ce qui est prévu par MIF 2, le champ des contrats sujets à l'application des limites de position est limité à 28 contrats aux Etats-Unis. De même, la déclaration des positions pour les contrats OTC s'applique, aux Etats-Unis, aux prestataires de services d'investissement non américains, alors qu'une telle obligation ne s'appliquerait pas aux intermédiaires non européens et non membres d'un lieu d'exécution européen (*voir ci-après*).

C'est pourquoi, s'agissant de la définition de la notion de contrat économiquement équivalent, l'AMAFI préconise au regard des deux options proposées par l'ESMA, de retenir, au moins dans un premier temps, celle permettant de mettre en place un mécanisme simple et d'abord cohérent avec le cadre législatif européen, à savoir l'option 1.

- ***Déclaration des positions***

L'AMAFI insiste très fortement sur les risques que comportent pour l'industrie européenne les dispositions relatives aux déclarations de position. En effet, les textes de niveau 1 prévoient que les obligations de déclaration aux autorités compétentes des positions relatives aux contrats OTC économiquement équivalent ne pèsent que sur les entreprises d'investissement, impliquant par là que les contrats conclus entre contreparties non financières ou avec un prestataire de services d'investissement non européen (et non membre d'un lieu d'exécution européen) ne seraient pas assujettis à l'obligation de déclaration.

Un tel dispositif est particulièrement lourd de conséquences : d'une part, une partie des positions OTC ne seront pas dans le champ des limites de position puisqu'elles ne seront pas déclarées. D'autre part, compte tenu des contraintes qu'implique la déclaration des positions, le dispositif incitera, s'agissant des contrats OTC économiquement équivalents à la désintermédiation ou à recourir aux services d'intermédiaires non européens. Dans ces conditions, l'AMAFI souligne l'importance de retenir un dispositif qui minimise les conséquences ainsi identifiées.

- **Champ d'application et définition de l'activité accessoire**

L'AMAFI, conformément aux positions qu'elle a soutenues dans le cadre des discussions de niveau 1, a considéré ne pas pouvoir soutenir la proposition de l'ESMA consistant à prévoir que, pour qualifier d'accessoire une activité, celle-ci ne devrait notamment pas représenter plus de 50% de l'activité principale.

Une telle proposition, si elle était retenue, pourrait aboutir en effet à ne pas assujettir au dispositif MIF des acteurs qui mènent pourtant de façon substantielle des activités de services d'investissement. Cela serait en contradiction avec l'objectif de renforcement du niveau de protection dont bénéficient les investisseurs prévu par les textes de niveau 1, et traduit par le choix du terme « accessoire ».

L'AMAFI a par ailleurs rappelé que compte tenu des contraintes induites pour les acteurs concernés, des solutions devaient toutefois être trouvées pour permettre à ceux-ci de gérer cette adaptation au travers d'une période de transition.

## II. Protection des investisseurs

---

La consultation de l'ESMA a confirmé ce que l'industrie avait pressenti, à savoir que les mesures de niveau 2 seront au moins aussi importantes dans leur impact potentiel que le texte de niveau 1. Le *Consultation Paper*, qui contenait la plupart des sujets relatifs à la protection des investisseurs, a ainsi proposé des règles nombreuses, parfois très détaillées, dont l'impact, au moins quant aux charges administratives, sera sans doute très significatif. Au-delà, certaines d'entre elles sont également à même de modifier considérablement la manière dont certaines activités sont exercées, voire à remettre en cause leur modèle économique.

L'AMAFI s'attache à véhiculer des messages clairs et forts sur les sujets présentant les enjeux les plus importants pour les activités de marché.

- **Analyse financière**

L'ESMA considère que l'analyse financière est un avantage non monétaire (un *inducement*), lorsqu'elle est fournie à des clients exerçant les services de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement indépendant. Les avantages autres que mineurs étant interdits dans le cadre de la fourniture de ces deux services, la recherche ne peut alors continuer d'être payée par les investisseurs finaux, par le biais des commissions de courtage, que si elle constitue un avantage mineur, ce qui, pour l'ESMA, viserait uniquement la recherche publiée très largement.

Cette approche a pour conséquence que la société de gestion ou le conseiller indépendant devrait alors prendre à sa charge le coût de l'analyse financière, quitte à la refacturer à ses clients finaux, ce qui remet totalement en cause le modèle économique sur lequel est fondée l'analyse financière, rémunérée

aujourd'hui par le biais des commissions de courtage. Cette remise en cause serait tout à fait complète si, comme le préconise l'ESMA, cette approche était élargie à la gestion collective.

L'AMAFI conteste que la recherche puisse être analysée juridiquement comme un avantage non monétaire alors qu'il s'agit d'un service à valeur ajoutée. Elle s'oppose à ce qu'une telle interprétation, aux conséquences aussi importantes, puisse être prise lors de l'élaboration des mesures de niveau 2 sans qu'aucune discussion de nature politique n'ait eu lieu à ce sujet lors de l'adoption de la Directive et du Règlement MIF. Elle examine les motivations ayant pu conduire l'ESMA à adopter cette approche, motivations non explicitées dans le document de consultation, en montrant qu'aucun des objectifs qui pourraient être recherchés ne sera atteint par les modifications proposées. Au contraire, l'Association expose les conséquences néfastes que ces mesures auraient de façon plus large, pour les investisseurs, les émetteurs de valeurs moyennes, et la compétitivité de l'industrie européenne de la gestion face à l'industrie américaine.

- **Légitimité des inducements**

L'AMAFI relève que les critères proposés par l'ESMA pour qu'un *inducement* soit acceptable dans le cadre du conseil non-indépendant sont si restrictifs qu'ils aboutissent en réalité à interdire l'utilisation d'*inducements* pour ce service et à remettre donc en cause sa viabilité économique. L'AMAFI appelle donc à la fixation de critères positifs, atteignables par les établissements, et suggère à tout le moins de lister des exemples d'*inducements* acceptables.

Les mesures proposées sur ce sujet peuvent être très lourdes de conséquences pour les établissements fournissant le conseil en investissement non indépendant, leur base de coûts s'élevant tandis que leurs revenus s'amoindrirait. En outre, la question se pose de l'accès à venir des clients au conseil en investissement dans la mesure où les exigences proposées relèveraient significativement le coût de fourniture de ce service, ce qui pourrait conduire les établissements à le réserver à une population fortunée.

- **Comme dans MIF 1, la clientèle de détail reste une référence incontournable pour l'encadrement des activités de marché de gros**

Sans surprise, le biais qui existait déjà dans MIF 1 et qui conduisait à apprécier un certain nombre d'aspects des activités de gros à l'aune des besoins de la clientèle de détail est renforcé par MIF 2. Ainsi, certaines exigences autrefois uniquement applicables à cette clientèle sont étendues aux contreparties éligibles, sans véritable considération des particularités des relations avec ces contreparties. Les informations qui seront maintenant également dues aux contreparties éligibles devraient donc suivre des modalités similaires à celles applicables aux clients de détail, induisant, au-delà de la pertinence de cette extension, une réelle problématique de faisabilité.

De la même manière, le conseil en investissement non indépendant, seul susceptible d'être véritablement délivré dans les salles de marché, est encadré par des exigences quasi-identiques à celles applicables au conseil en investissement indépendant, avec des conséquences administratives lourdes qui rendront la fourniture de ce service plus difficile et coûteuse, sans véritable pertinence pour le client professionnel ou la contrepartie éligible.

En matière d'information sur les coûts et frais, la Directive MIF 2 étend aux contreparties éligibles l'obligation d'information due jusqu'alors aux clients professionnels et non-professionnels. Les mesures de niveau 2 proposées prévoient un mécanisme de transparence qui, en pratique, impose aux relations avec ces contreparties les mêmes contraintes que celles existant pour les clients de détail. L'AMAFI considère ces mesures comme inadaptées et propose une solution permettant à une contrepartie éligible qui le souhaiterait de recevoir ces informations.

- **Transparence des coûts et frais**

Les mesures de niveau 2 sont très exigeantes quant aux différents types d'informations à fournir aux clients sur les avantages non-monétaires mineurs reçus ou versés par l'EI ou encore sur le montant exact et le total annuel des *inducements* perçus. L'AMAFI considère que ces mesures, très consommatrices de moyens, sont disproportionnées au regard des bénéfices qu'elles apporteront.

Le niveau 1 exige par ailleurs que soit donnée au client une information complète et agrégée de tous les coûts et frais attachés aux instruments financiers et aux services d'investissement qui lui sont fournis. L'ESMA, qui a pour mandat de préciser davantage ces exigences, propose ainsi qu'un intermédiaire inclue dans cette information les coûts et frais facturés par des tiers vers qui il aurait dirigé ce client. L'AMAFI remet en cause cette solution trop complexe, difficile à mettre en œuvre opérationnellement et qui n'apportera sans doute pas la qualité d'information que le client serait en droit d'attendre.

Par ailleurs, l'ESMA fournit une liste de frais et coûts dont le client doit être informé, en citant les *mark-ups* et les *structuring fees* comme des coûts qu'il conviendrait de communiquer aux clients, sans toutefois les définir. L'AMAFI insiste sur la nécessité de pousser plus avant l'analyse en distinguant les différents services d'investissement et instruments financiers concernés. Elle appelle à ne pas confondre la forme et le fond : si certains frais peuvent prendre la forme de *mark-up*, tout *mark-up* n'est pas un frais sujet à transparence, certains constituant la marge même du professionnel.

- **Gouvernance produits**

L'AMAFI a mis en exergue le caractère non adapté de certaines des obligations prévues en matière de production et distribution de produits, en particulier s'agissant d'instruments financiers échangés entre professionnels ou de gré à gré ou, encore, traités sur le marché secondaire.

Pour l'Association, il est essentiel que le champ d'application de ces dispositions, peu précis au niveau 1, soit clarifié par les mesures de niveau 2 au lieu d'être élargi, au-delà des instruments financiers, aux services d'investissement. Ainsi, un certain degré de proportionnalité devrait être introduit afin que les différentes mesures prévues, conçues pour des produits de distribution en masse (définition d'une stratégie de distribution, identification d'un marché cible, analyse de scénarios, informations au distributeur, revue du produit, etc.) puissent être appliquées de manière adaptée aux différents types d'instruments financiers et de clients concernés.

L'AMAFI relève le risque que les responsabilités respectives du producteur et du distributeur ne sont pas clairement délimitées et appelle l'ESMA à considérer l'interaction de ces mesures avec les réglementations « produits » déjà existantes, telles que PRIIPS, la directive Prospectus ou encore la Directive AIFM, dont l'application devrait pouvoir permettre de se conformer à certaines des exigences de MIF 2 en matière de gouvernance produits et d'informations aux clients.

- **Encadrement des activités de placement et de prise ferme**

Un aspect novateur de MIF 2 concerne l'encadrement spécifique des activités primaires, avec des règles détaillées d'organisation des relations entre les émetteurs et les PSI d'une part, entre le PSI et les investisseurs d'autre part. Les modalités de fixation du prix de l'offre et d'allocation sont notamment abordées.

Si certaines de ces règles relèvent de la gestion habituelle des conflits d'intérêts mise en place par les établissements, un certain nombre sont nouvelles et induisent une charge administrative importante pour les établissements. L'AMAFI considère ainsi qu'une analyse coûts/bénéfices de ces mesures devrait être menée par l'ESMA.

Par ailleurs, certaines règles ne sont pas adaptées à la réalité de ces activités. Ainsi, l'AMAFI suggère de distinguer les situations dans lesquelles le professionnel est impliqué tout au long du processus d'offre, conseillant l'émetteur, de celles où son rôle est plus limité et n'implique pas une telle proximité avec l'émetteur.

Un autre point d'attention concerne le traitement des commissions de prise ferme, considérées comme constituant une rémunération versée par un tiers, l'émetteur, en relation avec le service fourni à l'investisseur (c'est-à-dire un *inducement*), une interprétation qui se distingue de celle exprimée par l'AMF dans sa Position-recommandation n° 2013-10.

- ***L'obligation de conserver des enregistrements est renforcée et étendue à l'ensemble des communications électroniques.***

Si cette évolution n'est pas une surprise et aura bien sûr des impacts financiers, son champ d'application n'est toutefois pas établi de manière très précise, ni par le niveau 1, ni par le projet d'avis technique proposé par l'ESMA, de sorte que les établissements pourraient se trouver en risque au regard de la loi Informatiques et Libertés.

L'AMAFI propose donc que la liste des éléments à conserver proposée par l'ESMA soit exhaustive et que les modalités de conservation des enregistrements ne soient pas définies, comme cela est proposé, dans des orientations de l'ESMA dont la valeur juridique n'est pas claire. L'implication en amont de la CNIL sur ce sujet paraissant essentielle, des discussions avec cette dernière ont débuté en septembre.

- ***Protection des avoirs des clients***

La protection des avoirs des clients est considérée comme un aspect important des dispositions relatives à la protection des investisseurs.

Pour refléter cette importance, il est d'abord proposé de créer au sein des établissements une nouvelle fonction distincte de surveillance des avoirs des clients, ce que l'AMAFI désapprouve, estimant que chaque établissement doit conserver le choix de déterminer s'il souhaite confier cette mission de surveillance à une fonction dédiée, à la fonction conformité ou encore à une autre fonction interne.

Ensuite, il est proposé d'étendre ou de renforcer à l'égard des clients professionnels des dispositions applicables aux seuls clients de détail. Ainsi, alors que l'article 16 (10) de la Directive MIF 2 interdit désormais à une EI de conclure avec des clients de détail des contrats de garantie financière avec transfert de propriété en vue de garantir ou de couvrir d'une autre manière les obligations présentes ou futures, réelles, conditionnelles ou potentielles de ces clients, il est envisagé de limiter la possibilité de conclure de tels contrats avec des clients professionnels aux seuls contrats dont le caractère approprié, au vu de critères pré-définis, pourra être démontré. Il est proposé également de renforcer à l'égard des clients professionnels les conditions d'utilisation des instruments financiers des clients posées par l'article 19 (1) de la Directive d'application de MIF 1.

Enfin des dispositions sont introduites concernant le dépôt des fonds des clients visant notamment à limiter le pourcentage des dépôts effectués auprès d'entités appartenant au même groupe.

L'AMAFI a exprimé son désaccord avec ces différentes propositions.

- **Convention clients**

La possibilité de disposer d'un document écrit reflétant l'accord des parties sur les termes et conditions de leur accord étant considéré comme un élément important de sécurité juridique et de protection des investisseurs, il est proposé d'étendre aux clients professionnels l'obligation de conclure une convention écrite qui existe avec les clients de détail post MIF 1 (pour tous les services d'investissement sauf le conseil en investissement). Toutefois cette obligation s'appliquerait aux seuls « nouveaux » clients professionnels (c'est-à-dire aux clients professionnels post entrée en vigueur de MIF 2) avec lesquels l'intention serait d'établir une relation continue, mais son champ inclurait au minimum le conseil en investissement et le service connexe de tenue de compte conservation (cette extension s'appliquerait également aux clients de détail) et peut-être même à d'autres services (un doute existe sur ce point).

L'AMAFI a exprimé son désaccord avec cette extension aux clients professionnels qui ne lui semble en aucune façon justifiée et demandé des clarifications sur plusieurs questions (notamment la façon dont l'accord du client devrait être recueilli) sur lesquelles de fortes incertitudes subsistent.

- **Meilleure exécution**

Tout en constatant que MIF 2 n'a pas apporté de modifications significatives aux dispositions relatives à la meilleure exécution, la volonté de l'ESMA est de renforcer certaines obligations mais aussi d'apporter quelques clarifications nécessaires pour la protection des investisseurs.

Parmi les clarifications jugées utiles par l'AMAFI figure la question du consentement préalable exprès du client qui doit être recueilli avant de procéder à l'exécution d'un ordre en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF. Il est en effet précisé que ce consentement n'a pas à être recueilli par l'EI qui ne fournit que le service de RTO, celle-ci étant tenue toutefois de fournir une information appropriée à son client sur les politiques d'exécution des entités qu'elle a sélectionnées pour l'exécution des ordres qu'elle reçoit et transmet.

De façon jugée également positive pour l'AMAFI, la distinction est bien établie entre la politique d'exécution d'une part, et la politique qui doit être établie par les EI qui font de la RTO, d'autre part.

Enfin, est affirmée la possibilité pour une EI de n'avoir, dans sa politique d'exécution ou de RTO, qu'un seul lieu d'exécution - ce qui est également jugé utile - à condition toutefois d'être en mesure de démontrer que ce lieu d'exécution permet au prestataire de satisfaire à son obligation de fournir à son client la meilleure exécution (par l'obtention de résultats au moins aussi bons que ceux qui auraient pu être espérés d'autres lieux d'exécution).

En revanche l'AMAFI a exprimé son désaccord sur le renforcement des obligations existantes, notamment la nécessité de disposer de politiques dont le contenu doit être, non seulement plus précis que par le passé (incluant notamment la liste des lieux d'exécution utilisés par le prestataire et les facteurs utilisés pour sélectionner de tels lieux), mais également adapté au type d'instrument et au service fourni. En outre, lorsque les politiques d'exécution ou de RTO concernent des clients non professionnels, ceux-ci doivent également recevoir du prestataire un résumé de leur politique mettant notamment l'accent sur le coût total qu'il supporte dans l'exécution de sa prestation. De façon générale, une transparence accrue est demandée concernant notamment les paiements reçus de tiers ou demandés aux participants à une opération de façon à permettre aux clients d'apprécier l'importance ou non du facteur prix dans le choix d'un lieu d'exécution. Des précisions sont apportées sur la notion de changement significatif qui doit conduire à la révision de la politique d'exécution ou de RTO, en dehors de la revue annuelle qui est préconisée au minimum.

Sur la meilleure exécution, le *Discussion Paper* consacre quelques développements au sujet de la publication des données relatives à la qualité d'exécution des lieux d'exécution. Parmi les questions importantes qui se posent à cet égard figurent celles de savoir si cette obligation doit s'appliquer à tous les lieux d'exécution y compris aux *market makers* et autres apporteurs de liquidité, si tous les lieux d'exécution doivent publier les mêmes données et si cette obligation doit s'appliquer à tous les instruments financiers. L'AMAFI s'est fortement positionnée contre l'extension de cette obligation aux *market makers* et autres apporteurs de liquidité en raison des coûts qui seraient induits alors que les avantages en résultant ne sont pas démontrés. De façon générale, l'AMAFI estime que l'obligation de publier des données ne peut s'appliquer de la même façon à tous les lieux d'exécution.

- **Autres sujets à noter**

- Le test d'adéquation (*suitability*) exigible pour la fourniture des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille pourrait changer significativement de nature si la proposition de l'ESMA était conservée, celle-ci consistant à ajouter au test connu sous MIF 1 le devoir d'évaluer si d'autres instruments financiers que celui envisagé pourraient correspondre au profil du client.

On note par ailleurs que dans le cadre des développements consacrés au test du caractère approprié, l'ESMA propose d'étiqueter comme « complexes » tout instrument financier ne correspondant pas à un instrument financier non complexe défini dans ce cadre, sans à ce stade que cette étiquette n'ait d'application pratique. Dans un contexte où la commercialisation des instruments financiers jusqu'alors dits complexes fait par ailleurs l'objet d'exigences renforcées de la part de nombreux régulateurs en Europe, l'AMAFI a fait part de son désaccord sur cette approche.

- Concernant la fonction conformité, les propositions de l'ESMA, prises dans leur ensemble, lui assignent un ensemble de tâches et responsabilités additionnelles en matière de contrôle. L'AMAFI rappelle donc l'importance de la mission de conseil impartie à cette fonction et invite l'ESMA à la repositionner dans le dispositif plus large de contrôle de l'établissement, auquel participent d'autres fonctions de contrôle et ainsi à ne pas la singulariser outre mesure. L'Association a également souligné l'importance de lui conserver son indépendance, en particulier en s'assurant qu'elle ne soit pas impliquée directement dans l'exercice d'activités opérationnelles.
- Le dispositif de réclamations n'est plus explicitement limité aux clients de détail, sans toutefois que ce changement ne fasse l'objet de commentaire par l'ESMA dans son document. L'Association demande ce que le champ d'application actuel soit conservé dans les mesures de niveau 2.

