

## Sommaire

### Éditorial

Marcel RONCIN,  
Président de l'AFTI

### Adoption du paquet législatif révisant la MIF:

#### bilan et prochaines étapes

Lucia Marin,  
policy desk officer, Unit 3 Securities  
Markets, DG Markt

### Première table ronde: Enjeux et évolutions de la structure des marchés

Karima Lachgar,  
Déléguée Générale, AFTI

Sonia Cattarinussi,  
Directrice de la Division Régulation des  
Marchés - DRAI, AMF

Emmanuel de Fournoux,  
Directeur des Activités de Marchés,  
AMAFI,

Stéphane Giordano,  
Affaires Publiques,  
Société Générale CIB

Petra De Deyne,  
Senior Manager Regulatory,  
BNP Paribas CIB

Pierre-Dominique Renard,  
Executive Director Group Head of  
Market Infrastructure, LCH.Clearnet SA

### Deuxième table ronde: La protection des investisseurs au cœur du dispositif révisé de la MIF

Marie-Thérèse Aycard  
Associée, Ailancy

Servane Pfister,  
Responsable Commercialisation et vie  
des acteurs, AFG

Marie-Laure Faller,  
Directeur Général, Axeltis

Éric Pinon,  
Dirigeant, ACER Finance,  
Président de la Commission SDG  
entrepreneuriales, AFG

Dominique De Wit,  
Secrétaire Général,  
Crédit Agricole Titres

Éric de Nexon,  
Directeur de la Stratégie pour les  
infrastructures de marché, SGSS,  
vice-Président de l'AFTI

# Adoption du paquet législatif MIF II : premières lectures, premiers bilans

En partenariat avec



## Éditorial

La directive MIF est entrée en vigueur en novembre 2007, au moment où la crise commençait à exercer ses premiers effets. Ce texte avait pour objectifs principaux de briser le monopole exercé par les acteurs historiques sur le trading action et de renforcer la protection des investisseurs. Elle aura également participé à une véritable transformation des marchés européens de capitaux en fournissant un réel apport aux investisseurs finaux tout en améliorant la visibilité des opérations concernées en Europe. Nous avons ainsi pu constater d'importants transferts de volume des marchés historiques vers les MTF et un développement des Dark Pools.

Depuis 2007, la crise a profondément bouleversé les marchés financiers. Afin de rendre ces derniers plus efficaces et plus transparents, une révision s'avérait alors indispensable. Depuis, d'autres événements ont eu lieu, de nouveaux acteurs sont entrés en scène, de nouvelles technologies sont apparues, des concentrations sont intervenues. Enfin, certaines dispositions de la directive MIF n'ont pas répondu aux attentes et un certain nombre de points, pourtant essentiels, n'avaient pas été intégrés dans son périmètre. Partant de ce constat, la Commission européenne a présenté en octobre 2011 des

propositions de révision pour adapter et renforcer la réglementation des infrastructures de marché, encadrer les nouvelles technologies de négociation et améliorer la protection des investisseurs. Il s'agissait également de renforcer la transparence des marchés et la supervision tout en introduisant un régime d'accès au Marché unique pour les pays tiers.

Après un long parcours législatif engagé il y a plus de deux ans, nous avons observé une accélération en fin d'année dernière. Le vote de ce texte, que nous espérons pour le mois prochain, laisse augurer une mise en œuvre effective à la fin 2016.

Dans l'avalanche réglementaire actuelle, MIF II tient toutes ses promesses. Devant cette foison de textes, nous espérons que tous soient cohérents avec les réglementations existantes ou à venir. En effet, les utilisateurs qui devront les appliquer seront confrontés à leurs effets de bords. C'est pour l'industrie financière une source constante de préoccupation. ■

**Marcel Roncin**  
Président de l'AFTI

## Adoption du paquet législatif révisant la MIF : bilan et prochaines étapes

**Lucia Marin**

*policy desk officer, Unit 3 Securities Markets,  
DG Markt*

### Principaux objectifs de la révision

Le processus réglementaire a été très long mais le calendrier définitif se précise. Après l'accord général de janvier et l'approbation au COREPER de février, le vote au Parlement européen est prévu pour la mi-avril. Le texte devrait entrer en vigueur courant juin 2014. L'entrée en application interviendra 30 mois plus tard (fin 2016). Si MiFIR et MiFID entreront effectivement en vigueur le même jour, MiFID, étant une directive, nécessite une transposition nationale qui devra être effectuée en 24 mois par les États membres. À cela, viendront s'ajouter les mesures de niveau 2 de la Commission et de l'ESMA. Le processus de développement de ces mesures prévoit une période de consultation pendant laquelle les acteurs du marché sont invités à faire entendre leurs positions.

Les évolutions des marchés suite à MIF I ont amené la nécessité d'une révision de la directive afin, notamment, d'améliorer la transparence, de renforcer la protection des investisseurs et le pouvoir des régulateurs et de l'ESMA. Les engagements pris par la Commission dans ce texte visent ainsi à permettre le transfert progressif des transactions sur les dérivés standardisés vers des marchés réglementés classiques, des MTF ou vers les OTF. Avec la consolidation des données tant sur le marché action que, à terme, non-action, nous estimons que MIF II répondra à la problématique liée à la fragmentation de la liquidité.

La cohérence de MiFID avec d'autres textes réglementaires tels qu'EMIR, MAD/MAR ou CSD est un enjeu primordial et c'est pourquoi la Commission européenne s'est attachée à coordonner les différents projets. Les mesures de niveau 2 permettront de prendre

en compte ces évolutions et viseront à assurer autant que possible la cohérence entre les dossiers. Cependant, le règlement MAR, sur les abus de marché, va entrer en application avant MiFID 2 ce qui impliquera certains ajustements.

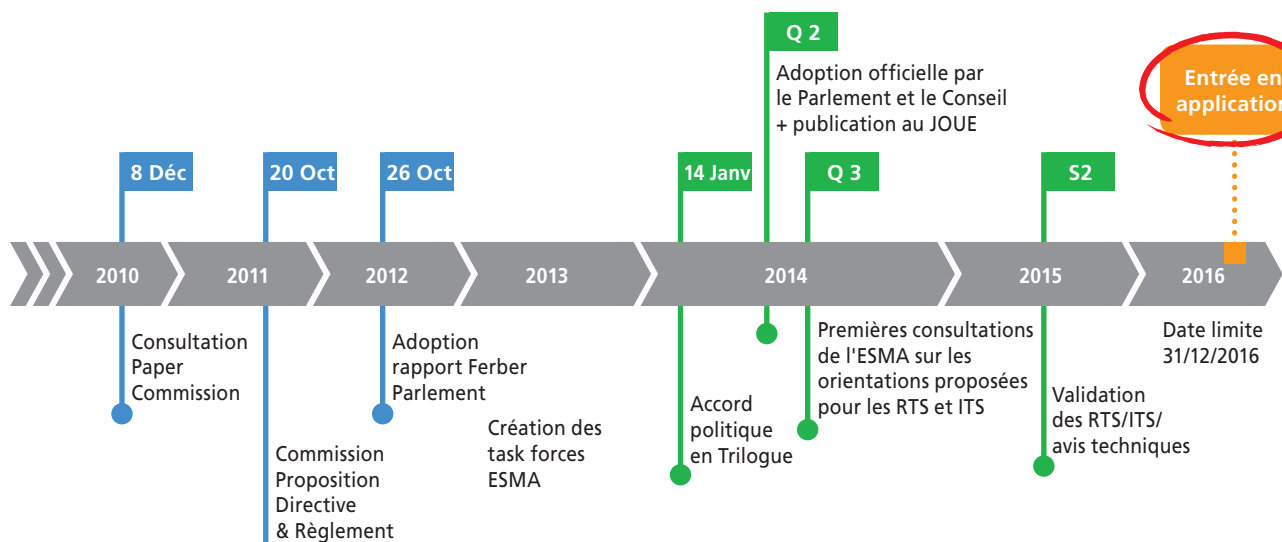
### Structure de Marché

En résumé, MIF II comporte une partie « structure de marché » et une partie « protection des investisseurs ». Une des principales nouveautés réside dans l'introduction des Organized Trading Facilities (OTF), plateformes multilatérales pour les instruments financiers autres que les actions. Avec ce modèle perçu comme une possibilité pour capter des entités et des plateformes non réglementées, en particulier les Brokers Crossing Networks (BCN), la Commission européenne a voulu s'assurer que des plateformes qui suivent le même

### MIF II : calendrier d'adoption et de mise en œuvre



Utilisez la loupe  
pour zoomer  
dans le visuel



## Adoption du paquet législatif révisant la MIF : bilan et prochaines étapes (suite)

modèle de fonctionnement soient soumises à des règles similaires. L'opérateur d'un OTF bénéficie certes d'un certain degré de discrétion dans l'exécution des ordres, mais il doit cependant rester neutre et ne peut donc pas utiliser de capitaux propres sur la plateforme.

De façon à faciliter l'accès aux marchés des Petites et Moyennes Entreprises (PME) ainsi que leur croissance, nous avons essayé de prévoir un cadre qui leur soit adapté. Un label pour une plateforme multilatérale de négociation – un MTF – avec des règles particulières a donc été créé. 50 % au moins des entreprises admises et dont les titres sont négociés sur cette plateforme doivent être des PME. Celles-ci ont une définition spécifique en matière de capitalisation, le seuil étant fixé à 200 millions d'euros dans le but d'attirer le plus de PME possibles. Avec les mesures de niveau 2, un équilibre devra cependant être trouvé entre la réduction des charges pesant sur les PME et un niveau approprié de transparence et donc de protection des investisseurs.

S'agissant de l'obligation de négociation, deux aspects sont à noter. D'une part, elle concerne en principe les instruments dérivés éligibles à la compensation en vertu d'EMIR et qui sont suffisamment liquides pour être négociés sur des plates-formes organisées de négociation (marchés réglementés, MTF, OTF ou des plateformes de négociation des pays tiers reconnus comme équivalents par décision de la Commission). Ensuite, et sauf dans des cas délimités, elle porte sur les actions échangées sur les plateformes réglementées, les MTF ou les internalisateurs systématiques (dans le cas d'échanges bilatéraux). Dans le cas des « equity like », les instruments assimilables aux actions, toute transaction effectuée sur une base multilatérale devra se faire sur un marché qualifié de MTF.

### La transparence – meilleure qualité des données

Que ce soit la transparence des produits de dette, de dérivés ou des non-equity, et même si les propositions initiales de la Commission étaient plus ambitieuses, la transparence sera accrue y compris sur le marché non-action où elle n'existait pas jusqu'alors. Pour le marché

action, les dispenses qui existaient pour les transactions de blocs et les systèmes de gestion des ordres demeurent. En revanche, la dispense de transparence en vertu du prix de référence importé et du prix négocié – reference price waiver and negotiated price waiver – est encadrée avec l'introduction d'un double mécanisme de plafonnement (4 % par plate-forme et 8 % au global). Pour le marché non-action, des dispenses de transparence prénégociation seront disponibles (transaction de blocs, demandes de prix/consultations, négociation à la voix). S'agissant de la transparence post-négociation, elle est prévue pour tous les instruments financiers.

### Matières premières

Nous avons pu constater que les marchés financiers pouvaient avoir un effet négatif sur la formation des prix sur matières premières. Afin d'encadrer la financiarisation des marchés dérivés sur matières premières, d'introduire une certaine éthique et de réduire les exemptions, le champ d'application de MIF I a été revu et un système harmonisé de limites de positions a été introduit donnant un pouvoir de surveillance accru aux autorités. Sous un tel régime, les autorités nationales imposeront des limites selon une méthodologie qui sera définie par l'ESMA. Ces mesures ont été enrichies d'une déclaration par catégorie de détenteurs de positions sur les dérivés sur matières premières. Désormais, les marchés devront adopter des contrôles afin de surveiller ces positions et le cas échéant exiger d'une personne qu'elle clôture ou réduise une position.

### L'accès non discriminatoire

Les membres de l'AFTI se sont probablement intéressés de près à la problématique de l'accès non discriminatoire. Celui-ci prévoit un régime harmonisé pour l'accès non discriminatoire aux systèmes de négociation, aux chambres de compensation ainsi qu'aux indices de référence (benchmarks) utilisés pour la négociation et la compensation. Ces dispositions devraient permettre de rendre les marchés de capitaux plus efficaces et plus stables et de renforcer la concurrence entre les opérateurs pour le bénéfice des investis-

seurs. Un délai de 2 ans et demi est prévu pour la mise en œuvre de ces règles et l'entrée en vigueur progressive des mesures devrait atténuer les craintes de certains acteurs du marché.

### La négociation algorithmique/la négociation à haute fréquence

Lors des dernières années, les développements technologiques ont entraîné une augmentation de la vitesse, du volume et de la complexité des transactions qui, au-delà de répercussions certes positives, pouvaient également être sources de risques. Dès lors, les nouvelles règles sur la négociation algorithmique et à haute fréquence visent à assurer la sûreté des marchés financiers.

Afin de s'assurer que ces systèmes peuvent relever les défis du développement technologique, un cadre global de contrôle des systèmes de négociation sera donc instauré. Toutes les entités qui s'engagent dans la négociation algorithmique pourront être contraintes, par leurs autorités compétentes, à donner des détails sur les stratégies de trading algorithmique utilisées afin que ces dernières puissent les surveiller. L'accent sera également mis sur la responsabilité des acteurs tout au long de la chaîne ainsi que sur la responsabilité individuelle des négociateurs en créant des obligations de tenue de marché (market making). Enfin les négociations à Haute fréquence ne pourront pas être autorisées si elles portent atteinte à la stabilité des systèmes.

### La protection des investisseurs

Si MIF I contenait déjà de nombreuses règles, certains problèmes ont toutefois été identifiés et des améliorations ont dès lors été rendues nécessaires. Par exemple, la Commission européenne a voulu renforcer les règles de protection des instruments financiers ou des actifs des clients. Dans le cas des clients de détail, nous avons interdit les title and transfer collateral arrangements (TTCA/contrats de garantie avec transfert de propriété). Il existe également un besoin d'améliorer la transparence sur ces conventions vis-à-vis des clients professionnels et même des contreparties éligibles.

## Adoption du paquet législatif révisant la MIF : bilan et prochaines étapes (suite)

Outre la protection des actifs des clients, MiFID 2 introduira de nouvelles règles à propos des conditions de mise sur le marché des produits. En effet, chaque entité couverte par MiFID devra avoir mis en place un processus spécifique lors de l'introduction de nouveaux produits sur le marché ou lors de la modification d'un produit. Cet aspect constitue un changement majeur dans le sens où les nouvelles règles à mettre en place devraient davantage responsabiliser les entreprises dans la manière dont elles élaborent leurs produits.

Parmi les sujets les plus débattus, le conseil indépendant et la question des rétrocessions ont particulièrement attiré l'attention des acteurs français. La Commission a compris que certains intérêts justifiaient que deux modèles coexistent (conseil sur une base indépendante ou non). Soutenue par le Parlement et le Conseil, elle a abouti à l'interdiction des rétrocessions concernant les conseillers indépendants. Cependant il existe la possibilité d'accepter les commissions qui sont distribuées par le producteur du produit puis de les transférer au client. Dans les autres cas, il y a également un renforcement des règles concernant l'acceptation des commissions. Les mesures de niveau 2 tenteront d'aller plus loin dans le détail de ce qui pourra être fait ou non.

**Sanctions et pouvoirs de supervision**

Même si l'harmonisation des sanctions administratives n'est pas totale et même si les États conservent la possibilité de demander des sanctions pénales à la place de sanctions administratives, des clauses de sauvegarde et de révision ont toutefois été mises en place.

Les acteurs s'étaient interrogés sur les pouvoirs d'intervention sur les produits financiers incombant à l'ESMA et aux autorités natio-

nales. De manière générale, si un produit financier a un effet potentiellement négatif pour la protection des investisseurs ou la stabilité des marchés, les autorités compétentes pourraient restreindre voire bannir le produit ou l'activité en question. Sans être une menace, les acteurs auront en tête l'idée qu'un régulateur pourra interdire ou restreindre la commercialisation et la distribution de certains instruments financiers dans des circonstances bien définies et ce, que ce soit au niveau national ou européen si l'ESMA ou l'EBA interviennent.

**Le régime des pays tiers**

Il s'agit de mettre en place un régime européen harmonisé pour permettre l'accès aux marchés de l'UE par les entreprises des pays tiers. Le régime des pays tiers concernera les professionnels et les contreparties éligibles. Toutefois, la directive MIF précise que les États auront la possibilité de demander l'établissement d'une succursale par l'entité d'un état tiers qui souhaite fournir des services d'investissement aux clients de détail et aux clients qui ont demandé à être traités comme des professionnels. Ces succursales n'auront cependant pas le droit de « passeporter » leurs services dans l'Union européenne. Étant une option laissée aux États, il se peut que certains d'entre eux ne demandent pas l'établissement d'une succursale.

Autre nouveauté, la Commission dispose désormais du pouvoir d'adopter une décision d'équivalence concernant le régime réglementaire et de supervision d'un État tiers. Une fois cette décision prise et à la fin d'une période transitoire de trois ans, les prestataires de ce pays tiers pourront fournir des services d'investissement aux contreparties éligibles et aux clients professionnels sur une base transfrontalière donc sans aucune nécessité d'établir

une succursale ou une filiale dans toute l'Union européenne. Ce processus débutera très probablement avec les États qui sont les plus avancés en termes de réglementation financière. Au fur et à mesure et en fonction des demandes des acteurs du marché ou des États qui feront part d'un intérêt particulier pour une juridiction tierce, nous analyserons la nécessité de lancer le processus d'équivalence. Certains États nous ont fait part de leur inquiétude concernant cette décision qui, selon eux, constitue une ouverture sans contrepartie. Dans cette analyse de l'équivalence et si on ne peut parler de réciprocité, il y a pourtant ce que l'on qualifie de système effectif équivalent pour la reconnaissance des entreprises d'investissement autorisées conformément aux régimes juridiques des pays tiers. Le régime du pays tiers doit aussi permettre l'accès des entreprises des autres juridictions dans son État. ■

## Adoption du paquet législatif révisant la MIF : bilan et prochaines étapes (fin)

### Questions/réponses

**Marcel Roncin :** Je souhaite rappeler la position de l'AFTI sur la tenue compte conservation (TCC). Nous n'avons rien contre la TCC comme service essentiel. Je fais souvent un parallèle avec le métier de dépositaire OPCVM et à terme nous allons vers les mêmes objectifs. Simplement en termes d'opportunité, la directive présentait le sujet d'une manière déséquilibrée et incomplète.

#### Questions du public

*Quelles sont les différences dans la mise en œuvre concrète de MiFID et de MiFiR et quelles sont les modalités d'entrée en vigueur effective de ces mesures ?*

**Lucia Marin :** Effectivement, il existe une différence entre l'entrée en vigueur, 20 jours après la publication et l'entrée en application. Celle-ci s'effectuera plus tard pour MiFiD et ce, afin de laisser le temps aux États de transposer la directive ainsi que de prendre en compte les mesures de niveau 2 qui seront développées entre-temps et afin bien sûr de permettre à l'industrie de s'adapter au nouveau cadre.

*À un moment donné, il était question d'inclure la directive intermédiation en assurance dans le champ de MiFid 2, qu'en est-il aujourd'hui ? Les compagnies d'assurances sont-elles clairement exclues du champ de MiFid 2 ?*

**Lucia Marin :** À l'origine, la volonté d'inclure les compagnies d'assurances dans le champ de MiFid venait d'une position du Parlement européen. Nous avons compris et soutenu ce désir mais pas selon les mêmes modalités. Le Parlement européen souhaitait les introduire dans le champ de MIF II, alors que du fait de certaines spécificités, nous désirions plutôt modifier la directive intermédiation en assurance (IMD) actuelle pour introduire, pour la distribution des produits assurance PRIIPS, des règles similaires à celles contenues par la MIF pour les produits d'investissement structurés sous forme d'assurance. Malheureusement le résultat final est relativement maigre mais nous espérons que la révision de la directive IMD approfondira ces questions.

*Nous prêtons attention à l'autorisation d'établissement d'une succursale d'un PSI de pays tiers or, nous lisons qu'au contraire un état membre n'est pas obligé d'imposer cette succursale. Comment pensez-vous régler ce potentiel point de divergence d'interprétation ?*

**Lucia Marin :** Ce n'est pas en réalité un point de divergence parce que la Directive précise de manière explicite qu'il s'agit uniquement d'une option laissée aux États et nous sommes conscients que peut-être certains d'entre eux ne vont pas demander une succursale. Il existe cependant une clause stipulant qu'un État membre ne doit pas favoriser les entreprises d'un pays tiers par rapport aux entreprises européennes. En pratique, les règles devraient donc être les mêmes pour les prestations de services et donc assurer la même protection des investisseurs de détail ou qui ont demandé à être traités comme des professionnels. ■

## Première table ronde : Enjeux et évolutions de la structure des marchés

### Introduction

**Karima Lachgar,**  
Déléguée Générale,  
AFTI

L'état des lieux qu'a dressé la Commission Européenne nous amène naturellement à constater que le spectre de MIF II s'est considérablement élargi par rapport à celui de MIF I. La directive révisée et le règlement sont extrêmement denses et l'on comprend mieux le nombre important de mesures de niveau 2 annoncées. D'ailleurs, nous pouvons raisonnablement considérer MIF II et MiFIR comme des textes édictant des principes directeurs mais dont la portée effective va en réalité dépendre intrinsèquement de l'élaboration

des RTS et des ITS. Le sujet de cette table ronde sera centré autour des aspects combinant à la fois les caractères de nouveauté et d'importance en termes d'impacts pour l'écosystème bancaire et financier français. Nous reviendrons sur les aspects de structure et de transparence des marchés et préciserons le nouveau périmètre de régulation des marchés européens. Des précisions sur le passage de MIF I à MIF II/MiFIR seront apportées et s'articuleront autour de quatre points :

- l'extension des exigences en matière de négociation centralisée et de transparence avec les questions posées par l'élargissement du périmètre.
- La décision de créer une nouvelle plateforme d'exécution OTF ayant pour but de capter les modes de négociation opaques

développés ces dernières années sur les marchés actions. Nous essaierons aussi d'évaluer l'avenir d'une telle plateforme de négociation.

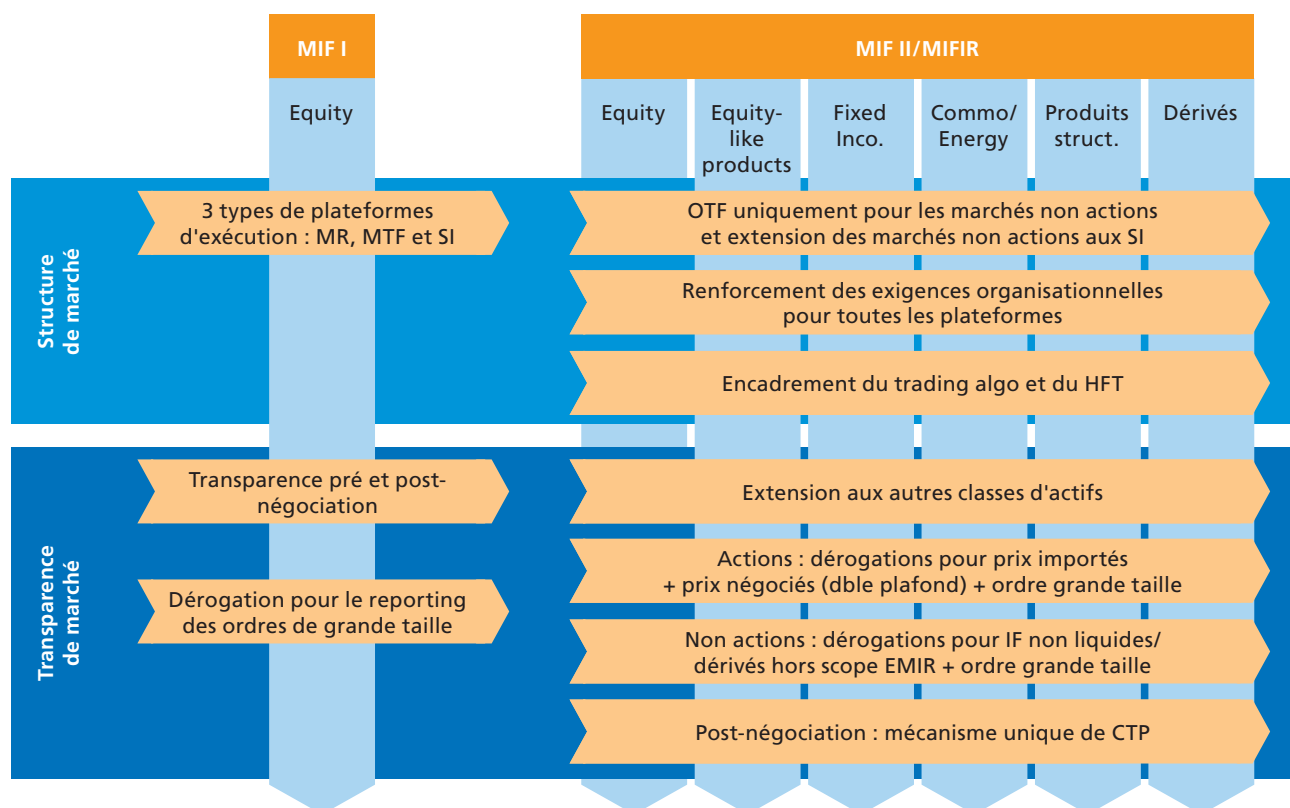
- le renforcement des exigences de transparence pré et post-négociation. Si le principe des waivers n'est pas remis en cause, leur étendue pourrait varier sensiblement d'une place d'actifs à une autre.
- l'accès aux infrastructures de marché. En effet, MIF II et surtout MiFIR font écho à des dispositions présentes dans EMIR et dans le règlement CSD.

Nous essaierons donc d'identifier les conséquences de ces modifications réglementaires sur les marchés européens.

### De MIF I à MIF II/MiFIR : évolution ou révolution ?



Utilisez la loupe  
pour zoomer  
dans le visuel



## Première table ronde : Enjeux et évolutions de la structure des marchés (suite)

*Sonia Cattarinussi, vous êtes Directrice de la Division Régulation des Marchés à la DRAI de l'AMF, pouvez-vous nous préciser les positions qui ont été et sont toujours défendues par l'AMF dans le cadre du niveau 1 ?*

**Sonia Cattarinussi :** La révision de la directive MIF est en fait un projet extrêmement ambitieux comprenant pratiquement cinq directives en une. Suite à la crise financière, la Commission a décidé de ne pas s'attacher uniquement à une révision des textes dans un environnement exclusivement orienté sur les equity mais, chose totalement nouvelle en termes de réglementation, d'aller au-delà, et de s'intéresser aux dérivés y compris sur matières premières. Avec la compensation, Emir avait initié un processus qui s'est depuis enrichi, avec une phase d'encadrement de la négociation des dérivés. Dans ce nouveau contexte réglementaire, il a fallu que l'AMF établisse des priorités. Parmi les priorités immédiatement affichées, figure celle de la structure des marchés que ce soit pour l'environnement des actions ou pour l'environnement des produits non action.

Sur les actions, en matière de structures des marchés l'AMF a milité pour un encadrement des marchés réglementés et des MTF. La Commission avait proposé d'établir de nouvelles plateformes de négociation, via les OTF, ce que nous n'avons pas encouragé dans la mesure où le texte initial établissait des modalités de fonctionnement, notamment en termes d'exécution des transactions sur un mode discrétionnaire, qui selon nous n'offrait pas toutes les garanties nécessaires à une plateforme d'échange multilatérale. La possibilité, telle que proposée initialement, d'une intervention de l'opérateur pour compte propre nous gênait également. Il nous semblait que le texte posait un certain nombre de questions sur lesquelles nous n'avons pas obtenu de réponse satisfaisante. Le fait qu'il n'y ait pas d'OTF sur les actions constitue donc une victoire dans la perspective de maintenir des lieux de négociations transparents. Nous ne militons pas nécessairement pour des marchés réglementés, mais pour que les transactions soient effectuées dans la mesure du possible sur des lieux où il existe des garanties

en matière de transparence pré/post-Trade et surtout de formation du prix. Il nous semble que c'est un aspect absolument essentiel si on veut rétablir la confiance des émetteurs mais aussi celle des investisseurs afin qu'ils puissent se financer sur les marchés. Dans cette perspective, les marchés doivent donc être encadrés dans des conditions satisfaisantes afin de pouvoir jouer le rôle d'intermédiaire entre les émetteurs et les investisseurs.

Le marché obligataire, surtout pour la partie dérivés, est lui actuellement organisé en OTC. Le fait de pouvoir désormais disposer de plateformes de négociation, d'un « mandatory trading » de ces produits, sur des marchés réglementés, des MTF mais également sur des OTF a donc été accueilli favorablement. En outre, nous avons obtenu un encadrement de la notion de discrétion ainsi qu'une interdiction du compte propre, de manière à préserver la neutralité de l'opérateur du marché. La seule exception autorisée concerne le « match principal trading (MPT) » lorsqu'il traite de la dette souveraine ou sur des produits dérivés non soumis à la négociation obligatoire.

Ainsi les nouvelles structures applicables, en termes d'actions, de produits obligataires et de produits dérivés ont été identifiées. Il restait pour nous à éviter qu'en parallèle de ces plateformes encadrées, des acteurs continuent, comme dans MIF I, à passer par des OTC. D'où l'idée via le texte de niveau 1, de contraindre les acteurs à participer à la formation du prix dès lors qu'ils ont la possibilité d'effectuer une transaction sur un lieu transparent, en y incluant les internalisateurs systématiques. Il devient possible de passer en OTC dans la mesure où il s'agit d'une transaction effectuée sur un mode irrégulier, ad hoc, entre professionnels, et qui ne participe pas à la formation du prix. Il appartiendra alors à l'ESMA de définir ce que sera une « non-participation à la formation du prix ».

Au niveau de la transparence, l'AMF souhaitait diminuer le nombre de waivers. Si cette démarche n'a pas été soutenue par d'autres États membres, nous avons en revanche obtenu, avec le soutien de la Commission, que ces waivers soient mieux encadrés notamment en précisant les notions de « reference price »

ou de « negotiated trade », l'idée étant non pas d'interdire les waivers mais d'obtenir que les transactions via ce type de contrats soient justifiées et limitées. Sur ce dernier point, le texte prévoit un double encadrement, communément appelé double volume cap : 4 % par Dark Pool sur une valeur ou 8 % pour l'intégralité des Darks Pools opérant toujours sur cette même valeur. Il appartiendra à l'ESMA de déterminer la façon dont cette mesure sera mise en œuvre.

Une autre mesure d'importance concerne les matières premières. Désormais, il existera des limites de positions qui viseront à mieux encadrer les modalités de négociation des produits dérivés sur matières premières. Dès lors, donner une définition précise de ce qu'est un dérivé sur matières premières s'avère indispensable. En effet, l'enjeu est de savoir si la réglementation doit s'appliquer ou non, sur un contrat spot sur matières premières ne relevant pas des règles de MIF et d'EMIR. Ainsi les dérivés sur matières premières de gaz et d'électricité seront exclus de la qualification d'instruments financiers, dans la mesure où ils sont négociés sur un OTF et que ces contrats sont dénoués physiquement. Toute la difficulté pour l'ESMA sera de définir précisément ce qu'on entend par « dénoué physiquement ».

Un sujet extrêmement important pour nous était de bénéficier d'un accès aux données de marché via une Consolidated Tape unique. Si nous n'avons pas obtenu gain de cause, la Commission est néanmoins restée très vigilante sur l'organisation de l'accès aux données post-Trade, avec la volonté de refaire un état des lieux dans quelques années.

Le dernier point, plus technique, portait sur le Trading Haute Fréquence (THF ou HFT). Nous avons présenté un texte de façon à ce que nous puissions travailler sur la mise en œuvre d'un nouveau régime des Ticks Size. Dans le nouveau texte, les États membres et les experts de l'ESMA pourront travailler sur une boîte à outils qui permettra de gérer les différents pas de cotation qui seront appliqués par les opérateurs. Il existe toute une liste d'éléments et d'outils, qui sont maintenant à notre disposition de manière à encadrer et à

## Première table ronde : Enjeux et évolutions de la structure des marchés (suite)

améliorer les modalités de fonctionnement des marchés sur instruments financiers.

**Karima Lachgar:** *Emmanuel de Fournoux, vous êtes Directeur des Activités de Marchés à l'AMAFI, pourrions-nous commencer par un petit focus sur les marchés actions et assimilés ? Du point de vue des acteurs de marchés, comment faut-il appréhender les nouvelles dispositions sur les marchés actions et assimilés ? Est-ce que le vrai sujet innovant est la question des equity-like, de la manière de les traiter ? Ou bien sont-ce des aspects plus traditionnels liés aux exigences de transparence ?*

**Emmanuel de Fournoux:** Débutons d'abord avec un rappel sur le marché actions. Fondamentalement un marché action est un marché liquide où les intérêts des investisseurs, des acheteurs et des vendeurs, se rencontrent naturellement et de façon assez permanente dans le temps et qui ne présente jamais de crise de liquidité. Son mode de fonctionnement optimal est bien celui de marché transparent sur des plateformes organisées et sur lequel interviennent des courtiers qui n'engagent pas leur capital et qui rendent deux services à leurs clients :

- Trouver la meilleure exécution sur les plateformes de négociation ;
- S'assurer de l'anonymat des transactions et des investisseurs.

Il existe quelques exceptions pour lesquelles les règles de transparence devraient être calibrées. Ainsi à un moment donné, les négociations de grande taille ne peuvent pas être naturellement absorbées par les marchés et l'intervention du courtier en compte propre peut se justifier. Une autre exception éventuelle est qu'à un certain moment des actions peuvent être moins liquides. MIF II rappelle des grands principes fondamentaux qui n'avaient pas été déviés par MIF I.

De manière assez globale, MIF II correspond assez bien au mode de fonctionnement réel et un peu idéal du marché des actions. L'obligation de négociation précise qu'un courtier intervenant pour compte de tiers sur des actions, est obligé soit d'aller sur

une plateforme de négociation, un marché réglementé ou un MTF, soit de gérer cette transaction dans le cadre d'un internalisateur systématique. Il existe 3 types d'exemptions à cette obligation de négociation : lorsque la transaction est considérée comme non adressable, quand cette transaction est déterminée à un moment donné par un facteur autre que le prix de marché et enfin quand elle est considérée comme ad hoc, non systématique, et irrégulière. On y retrouve les transactions de bloc et ce que nous qualifions de facilitation. Une des conséquences immédiates de l'obligation de négociation est la fin probable des Brokers Crossing Network qui devront soit être abandonnés soit être transformés en MTF ou en internalisateurs systématiques. Les principales interrogations sont donc de savoir quel type de transaction pourra encore être réalisé en OTC, notamment dans le cadre de la facilitation.

Si sur le sujet de la transparence, les exceptions sont peu ou prou identiques, notre attention se porte tout de même sur la règle du double cap de 4 et 8 % instaurée pour des exemptions à la transparence sur le prix importé des negotiated trades. La question est de savoir comment concrètement ce double cap va pouvoir être géré à la fois par un système de marché qui va devoir vérifier qu'il ne dépasse pas les 4 %, et collectivement en s'assurant que le seuil des 8 % n'est pas dépassé. La chose n'est pas aisée car dans un collectif, certains individus peuvent être tentés d'adopter un comportement atypique. Or les sanctions encourues sont lourdes, un dépassement du seuil des 4 % ou des 8 % peut entraîner une interdiction d'utilisation des exemptions à la transparence prénégociation de 6 mois.

Le second point d'attention sur les exemptions à la transparence porte sur le « large in scale ». En effet la méthode de calcul, fondée sur ce qui est observé en volume quotidien moyen sur les marchés, date de 2006 et n'est peut-être plus adaptée à la nouvelle structure de marché. Nous pensons donc qu'il serait souhaitable de chercher d'autres méthodes pour calculer et évaluer le « large in scale ».

Les mesures sur les equity nous laissent quelques regrets et notamment le manque

d'ambition de MIF II en matière de consolidation post-trade des données. Compte tenu des difficultés concrètes pour disposer d'une véritable vision consolidée des marchés, il est loin d'être acquis que nous puissions arriver à une solution consolidée du marché d'ici deux ou trois ans. De plus, nous nous interrogeons sur la question du monopole versus la concurrence. MIF I avait mis fin au monopole des marchés historiques et des marchés réglementés. Dans la mesure où les intérêts des actionnaires de ces monopoles ne convergent plus avec ceux des utilisateurs de ces systèmes, il nous semblait que cette décision allait dans la bonne direction. Avec MIF II, il nous semble qu'on cherche à réduire le champ de la compétition. Les normes des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation sont ainsi fortement alignées, ce qui a pour conséquence d'ériger des barrières assez importantes pour d'éventuels nouveaux entrants. Le risque principal est donc de retrouver une situation pré MIF I, avec des monopoles et une compétition moindre.

Sur le sujet des equity-like, nous avons pu noter un problème de définition dans le texte réglementaire. En effet, il est question de certificats mais selon MIF I les certificats sont des produits subordonnés qui par nature ne se traitent pas comme des actions mais relèvent plutôt du marché obligataire. Reste à savoir comment cet aspect sera décliné dans les mesures de niveau 2. Sans être totalement affirmatif, je dirai que les marchés des autres equity-like, principalement les ETF, sont des marchés assez liquides fonctionnant probablement d'une manière assez identique à ceux des actions. Il nous semble donc qu'appliquer des principes similaires à ceux des actions ne serait pas complètement aberrant même s'il faudra probablement ajuster les règles aux spécificités de ces produits.

**Karima Lachgar:** *Ce sont donc les critères qui permettent de considérer qu'il y a une obligation de négociation centralisée sur les plateformes ou au contraire de les exclure.*

**Stéphane Giordano,** *vous travaillez au sein des Affaires Publiques de Société Générale CIB, pourriez-vous clarifier ces aspects-là s'agissant justement des mar-*

## Première table ronde : Enjeux et évolutions de la structure des marchés (suite)

*chés non actions en vous focalisant sur la question des dérivés et des obligations ? Ensuite, nous aborderons les OTF et tenterons de déterminer si ces plateformes qui ont vocation à ne traiter que les marchés non actions constituent une valeur ajoutée.*

**Stéphane Giordano :** Pour le non-equity, l'extension du périmètre d'application aux produits obligataires et dérivés constitue le point essentiel de MIF II en matière de structure de marché. Une approche assez équilibrée se dégage des textes de niveau 1. En effet, si un certain nombre de nouvelles contraintes sont créées, elles sont assorties de dérogations pertinentes. Les contraintes mentionnées sont principalement la transparence pré et post-trade, la restriction de l'OTC et l'incitation à traiter sous une forme qualifiée que ce soit de manière multilatérale sur des plateformes de type marché réglementé, MTF, OTF, ou de manière bilatérale sous forme d'internalisateur systématique (IS). Certains dérivés devront par ailleurs, être obligatoirement traités sur des

plateformes. Ces obligations appliquées de manière systématique manqueraient à reconnaître la spécificité des produits (dérivés et obligataires), de la manière de les traiter et seraient donc destructrices. À cet égard, un ensemble de dérogations a été prévu, d'une part en fonction de la taille des transactions. Au-delà de la dérogation déjà prévue dans le marché equity sur les opérations dites « large in scale », le texte mentionne une dérogation particulière pour les marchés quote-driven, de market maker. Ainsi la notion de « size specific to the instruments » a été ajoutée.

La seconde dérogation est fonction de la liquidité des titres qui sera désormais évaluée selon des critères de fréquence et de taille des transactions, le nombre d'acteurs présents sur l'actif ou la classe d'actifs considérée et en fonction d'un critère de « spread » entre les intérêts acheteurs et vendeurs pour l'instrument ou la catégorie d'instruments considérée. À mesure que des produits considérés initialement comme non liquides donc bénéficiant de dérogations seront amenés à être

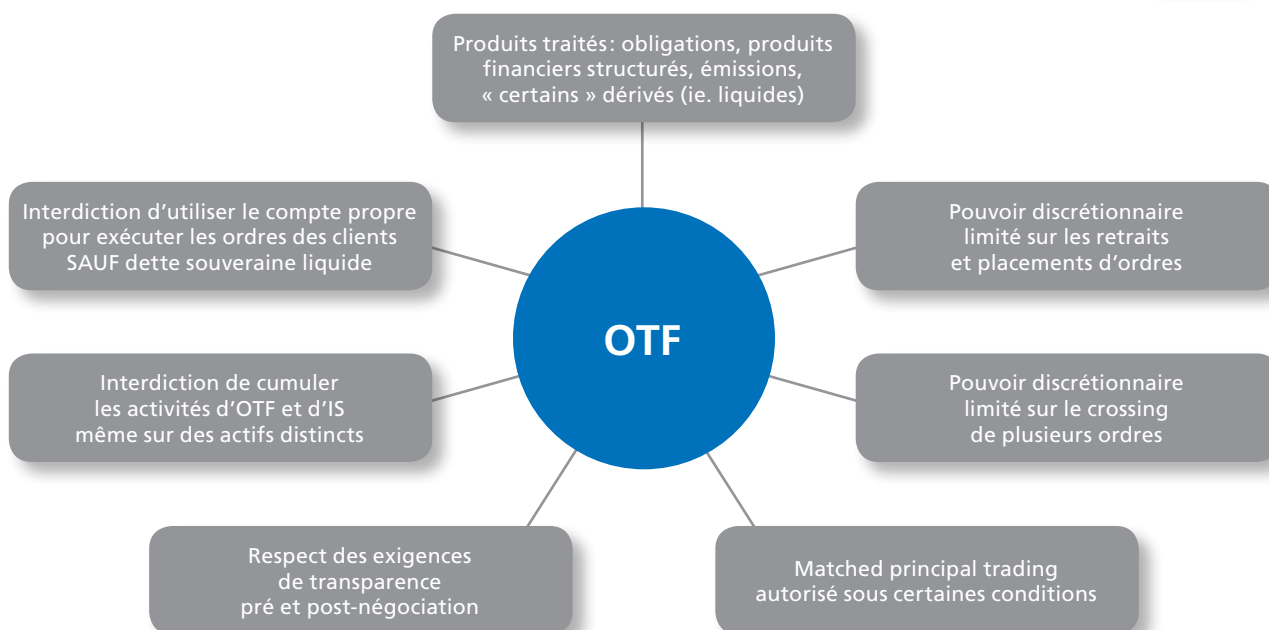
traités davantage sur des marchés, des MTF, des OTF, des IS, il est vraisemblable que la structure de marché pour ces produits-là sera amenée à évoluer. Des transactions éventuellement plus petites et plus nombreuses, se porteront alors davantage sur des plateformes multilatérales et transparentes, et davantage de transparence pourrait induire davantage de liquidité. Ces aspects ne vont pas fondamentalement changer le fait que ces marchés sont pilotés par les prix et non pas par les ordres, ce que MIF II, dans les textes de niveau 1, prend bien en compte. Les mesures de niveau 2 seront d'autant plus importantes que le principal doute évoqué concerne la capacité de l'ESMA à assumer la charge qui va être induite par les mesures de niveau 2. En effet, elle devra alors maintenir des seuils de liquidité et de quantité, (large in scale, size specific) potentiellement très différents entre la transparence pré et post-trade. La régularité du test de liquidité devra probablement être différente selon la durée de vie des produits.

### OTF : quel business model ?

Question : est-ce un mode de négociation qui a vocation à se développer ?



Utilisez la loupe  
pour zoomer  
dans le visuel



## Première table ronde : Enjeux et évolutions de la structure des marchés (suite)

Lorsque nous lisons les textes de niveau 1 sur la question des OTF, notre tendance naturelle est de vouloir remettre un sens univoque et complètement homogène dans le texte. Il faut se rappeler que le texte de niveau 1 est le fruit d'une négociation et d'un débat qui ont été longs et parfois compliqués. Aujourd'hui, il existe un risque non nul que la catégorie des OTF soit quasiment vide. En effet, initialement, la catégorie des OTF avait été définie pour capturer les « Brokers Crossing Network (BCN) » afin de les amener vers un univers plus régulé et plus transparent. Or les OTF ne sont finalement pas autorisés sur les actions et les equity-like. De même, s'agissant des produits obligataires et des produits dérivés, donc des produits quote-driven sur lesquels il faut disposer de market makers, comme la catégorie des OTF prévoit que celui qui organise un OTF ne peut pas y traiter en compte propre, toutes les banques et tous les market makers sont exclus du champ d'action. Dès lors, seuls deux types d'intervenants pourraient devenir teneurs d'OTF : les plateformes de RFQ ainsi que des « inter-dealers brokers ». Léger bémol, les plateformes de RFQ ne pourront pas être OTF dans le cas où elles interviendraient sur les ETF (intégrés aux equity like).

**Karima Lachgar :** *Petra De Deyne, vous êtes Senior Manager Regulatory chez BNP Paribas CIB. Puisque le modèle OTF ne semble pas adapté au Market Making, est-ce que selon vous, ce ne sont pas les internalisateurs systématiques (IS) qui vont pouvoir tirer leur épingle du jeu ? Pouvez-vous nous éclairer sur les modifications qu'apportent MIF II et MiFIR à ce sujet ?*

**Petra De Deyne :** Sous MIF I, chaque société avait sa propre interprétation de ce qu'était un internalisateur. Les précisions apportées par MIF II sur les IS sont indéniables puisqu'elles stipulent clairement qu'il s'agit de faire uniquement de la négociation pour compte propre. MIF II présente un caractère révolutionnaire en cela qu'elle traite non seulement de l'equity mais aussi du non-equity. Quand on se focalise sur le marché des bonds on voit que c'est un marché OTC, assez illiquide, qui est vraiment supporté par des market makers.

Il existe bien entendu sur les IS des règles de transparence pré et post-trade ainsi que des règles de cotation. Les IS prennent réellement en compte la nature et les spécificités du non-equity et notamment son caractère moins liquide. À mon sens, le succès des IS dépendra de deux éléments clés à savoir connaître précisément ce qu'est un produit liquide et ce qu'est le « large in scale ». Ces deux éléments détermineront le degré de transparence qui sera appliqué, et qu'un produit pourra assimiler, le but étant que la transparence contribue à la liquidité.

Cependant, je ne pense pas que ce système IS va fondamentalement transformer le marché des bonds car il n'influera significativement ni sur le comportement d'un investisseur ni sur le caractère liquide ou non d'un bond. En revanche, deux tendances se dessinent. Tout d'abord, s'il est vrai que les informations pré-trade sont indispensables pour stimuler la formation des prix, le post-trade lui, va donner beaucoup plus d'informations sur les acteurs de marchés, les investisseurs et les clients. Ces informations extrêmement précises devraient contribuer à une formation de prix plus claire. Si les textes prévoient la possibilité de s'enregistrer comme IS pour tout type de produit, en pratique les acteurs n'entreront pas dans un niveau de granularité si détaillé. Quelques grands acteurs vont se mettre en place et vont se déclarer IS d'une façon générale et coteront aussi bien des bonds liquides qu'illiquides. Si la transparence pré et post-trade est bien calibrée, cela peut être positif. Je rejoins les commentaires en termes de concurrence et de compétition car je pense qu'on assistera à un exercice de concentration des IS plutôt qu'à une prolifération.

**Karima Lachgar :** *Pierre-Dominique Renard, vous êtes Executive Director Group Head of Market Infrastructure chez LCH.Clearnet SA. Pouvez-vous nous éclairer sur la question de l'accès aux infrastructures de marché ?*

**Pierre-Dominique Renard :** Un thème principal est l'accès non-discriminant. Celui-ci se décline en trois sous-thèmes qui sont :

- les accès des CCP aux plateformes de négociation quelles que soient leurs formes,
- l'accès aux CCP par les plateformes de négociation
- et enfin l'accès aux indices et aux benchmarks.

Dans le monde du cash equity ou des securities au sens large du terme, la question ne se pose pas réellement puisque nous nous étions déjà engagés dans des accès croisés avec le plus de partenaires possible. MIF II cependant précise les modalités des procédures de demande d'accès ainsi que les motifs de refus qui peuvent être invoqués. Il faudra en revanche bien déterminer à qui incombe la charge de la preuve du refus. Ces aspects seront traités dans les textes de niveau 2 mais à mon sens ils sont déjà bien encadrés. La situation est en revanche bien différente sur les marchés dérivés et cela représente un sujet extrêmement sensible, notamment pour les « silos » existants. Un point a été rappelé, on ne peut pas exiger ou demander un accès pour les dérivés dès lors qu'il impliquerait la mise en œuvre d'une interopérabilité entre les chambres de compensation. Il existe également quelques dérogations destinées à laisser un peu de temps à des entités plus petites et locales de se développer sur leur

## Première table ronde : Enjeux et évolutions de la structure des marchés (fin)

marché. En conclusion sur l'accès au clearing et au trading, nous estimons que les vrais points d'attention se situent 1) sur la mise en œuvre de la motivation des refus ainsi que ses modalités techniques 2) sur les notions de cross-margining possible et de fongibilité des opérations au niveau de la CCP entre différentes plateformes de négociation.

Sur la partie accès aux benchmarks et aux indices et malgré notre rachat par le London Stock Exchange, détentrice d'une batterie d'indices Footsie, nous ne changeons pas de vision. Nous souhaitons en effet qu'il y ait un accès non discriminant en matière de prix et de fourniture d'informations sur les méthodes de calcul ou sur les prix en intraday de ces indices/benchmarks qui peuvent être des supports de dérivés OTC fournis par une CCP.

Vis-à-vis de MIF II et MiFiR, il existe d'autres points de capillarité pour une CCP. Le thème des limites d'emprise sur les dérivés de matières premières en fait partie et les chambres de compensation pourraient être amenées à instaurer un monitoring de ces mêmes limites. Des questions se posent aussi sur les « flags » devant être instaurés sur les opérations en short-selling et les HFT et le niveau d'information qui doit être transmis sur ces flags. Les valeurs de croissance sont aussi un point de capillarité pour une chambre de compensation, notamment avec le règlement CSD dans ses composantes de « settlement discipline ». Enfin, la combinaison de l'obligation de passer par une plateforme électronique dans MIF II et la compensation obligatoire dans le cadre d'EMIR des supports suffisamment standardisés et liquides devrait influencer le comportement des acteurs et des infrastructures de marchés et cela sera étudié attentivement par les CCP. Globalement on peut imaginer que l'on se dirige vers une « futurisation » des contrats OTC dès lors qu'ils seront suffisamment standardisés. Nous serons donc attentifs aux nouveaux produits que nos partenaires seront susceptibles de lancer sur ces plateformes-là.

**Karima Lachgar:** *Mesdames, Messieurs, en deux mots quels sont les principaux enjeux des mesures de niveau 2 ?*

**Sonia Cattarinussi:** Même si les négociations de niveau 1 sont terminées, il s'agit toutefois de rester vigilants afin que les décisions prises au niveau 1 soient déclinées de façon appropriée au niveau 2. À ce propos, et concernant la transparence, nous travaillons actuellement à collecter des données pour réviser les seuils afin de recréer des notions sur les « standard market sizes ». Le passage sur des seuils évolutifs constituera un véritable défi pour l'ESMA car cela impliquera d'engager des ressources importantes pour suivre les seuils et les prestataires. La difficulté résidera donc dans le caractère évolutif de ces seuils mais aussi dans la définition d'un niveau de granularité suffisant pour faire fonctionner le marché tout en conservant un niveau de sécurité approprié. Les internalisateurs systématiques, dont nous anticipons une forte montée en puissance, constituent aussi des points d'attention pour l'AMF. Ce régime soulève des questions sur le positionnement du mode de fonctionnement en internalisation systématique par rapport aux plateformes multilatérales et aux systèmes OTC sur la facilitation. Si nous sommes encore dans le flou sur le non-equity, un travail important a été lancé sur la partie microstructures notamment sur le HFT. Enfin la partie « Organisational requirement », en particulier sur les SME est un sujet de réflexion important et pourrait constituer une belle opportunité pour la place.

**Emmanuel de Fournoux:** Les associations AFTI et AMAFI sont organisées dans le cadre de groupes de travail et ont commencé à travailler concrètement sur ces enjeux importants.

**Stéphane Giordano:** Concernant la détermination de la liquidité, il faut se rappeler que les questions de structures de marché sont traitées dans le règlement. Ceci a pour conséquence positive de ne pas donner lieu à une interprétation nationale dans la mise en œuvre, mais comporte le risque qu'en cas d'échec, l'interprétation nationale ne pourra pas nous sauver, d'où l'importance de disposer de mesures de niveau 2 bien calibrées. Politiquement, les enjeux liés à la liquidité risquent d'être problématiques. En effet, certains régulateurs pourraient être tentés de qualifier de liquide le plus large univers possible parmi les produits dérivés et les produits obligataires. Or sur ces marchés, on estime qu'un faible pourcentage des titres peut être considéré comme liquide. Dès lors, il est probable qu'on dégrade fortement la situation des marchés sur les titres qui auraient été indûment qualifiés comme liquides. ■

## Deuxième table ronde : La protection des investisseurs au cœur du dispositif révisé de la MIF

### Introduction

#### Marie-Thérèse Aycard,

Associée,  
AILANCY

En tant qu'individus nous sommes tous des investisseurs en puissance, MIF I nous protégeait déjà mais avec l'arrivée de MIF II nous serons désormais sous haute protection. La mise en place de ces mesures n'ira pas forcément de soi pour les entreprises d'investissement. En sélectionnant des points jugés impactants, nous ne prétendons donc pas être exhaustifs, nous chercherons à détailler les grands défis que vous aurez à relever et à mettre en place dans vos entreprises d'investissement.

*Pour démarrer, nous allons travailler sur le thème des « inducements ». La question essentielle est de savoir « où en est-on ? ». Des réflexions ont été menées depuis longtemps sur le sujet, et beaucoup d'interrogations ont été soulevées, particulièrement au sein de la place française. Pour commencer je vais demander à Servane Pfister, Responsable Commercialisation et vie des acteurs à l'AFG, de remettre ce sujet en perspective.*

**Servane Pfister :** MIF I ayant déjà encadré la relation que peut avoir l'entreprise d'investissement avec le client, l'arrivée du volet sur la protection des investisseurs de MIF II a donc été une réelle surprise, les choses ayant, selon nous, déjà été nettement améliorées. Les travaux de révision de la directive ont débuté en 2010, alors que l'entrée en vigueur de MIF I datait de 2007. Les délais pour que les acteurs s'approprient ces nouvelles règles étaient donc réduits.

Le volet sur la protection des investisseurs de MIF II met en place de nouvelles règles et avec elles, des problématiques qui nous semblaient quelque peu « étonnantes », celles-ci se focalisant notamment sur le conseil et la gestion sous mandat. La notion de conseil indépendant et de conseil non indépendant est complètement nouvelle en Europe continentale.

Le conseiller devra désormais spécifier à son client s'il est indépendant ou non, préciser le champ d'analyse de son conseil en termes de variété de produit et de producteurs, ainsi que les liens éventuels qu'il a avec ces derniers, qu'ils soient capitalistiques, contractuels ou légaux. De même, une autre avancée du texte consiste à préciser si le conseil fourni au client sera un conseil « unique » fait à une date donnée et correspondant à un besoin précis ou bien un conseil récurrent qui ferait évoluer son allocation patrimoniale en fonction de l'évolution de sa situation financière, familiale ou de sa vie. En précisant la relation entre le client et le conseiller, ces mesures marquent une réelle avancée et replace le client au centre de la relation.

Afin d'éclaircir la relation entre le client et son conseiller, MIF II, sous l'influence notable des régulateurs britanniques, précise qu'un conseiller indépendant ne peut être influencé par les éventuelles rémunérations que pourraient lui fournir un créateur de produit. S'il existe bien là un potentiel conflit d'intérêts, nous avons été, en France, très étonnés de voir ce point puisque nous n'avions pas eu jusqu'alors de problèmes majeurs de « mis-selling », au contraire de certains États européens. Nous militons donc en faveur d'un renforcement de la transparence en soulignant que si le client était informé de ce que le conseiller percevait, le problème serait résolu. La Commission et le Parlement ont estimé que la transparence n'était pas suffisante et qu'une interdiction était nécessaire, notamment dans le cadre du conseil indépendant. Dans le texte, il est précisé qu'un conseiller ne pourra ni accepter ni retenir de commission d'un tiers, ce qui suscite notre interrogation. Le conseiller devrait donc pouvoir la transférer à son client. D'un point de vue plus pragmatique et économique, un flux financier n'est pas nécessairement efficace puisqu'il faut tenir compte des frais liés à la tenue de compte qu'évidemment la banque va refacturer ainsi que des frottements fiscaux. En effet, à un moment donné, le client percevra un revenu sur lequel il y aura très certainement des aléas fiscaux. Dès lors, une compensation sur les honoraires de gestion

serait peut-être une solution intéressante. Or, cet aspect est renvoyé dans le considérant 52 qui stipule que le conseiller peut rendre à son client les flux qu'il reçoit, mais qu'il ne peut pas faire de compensation sur les honoraires de gestion. Nous ne comprenons pas bien pourquoi ce système n'est pas autorisé. La volonté est-elle de favoriser l'interdiction de perception des rétrocessions de manière à exercer une pression sur le coût des produits ? C'est ce que nous pensons mais nous espérons que la Commission européenne nous éclairera sur ce point.

La seule exception autorisée sur les commissions à percevoir concerne celle qui n'entrave pas le bon déroulement de l'activité de conseil dans les meilleurs intérêts du client et à condition qu'elle vienne améliorer la qualité du service. On retrouve ici le précepte de base d'une commission que perçoit toute entreprise qui fournit un service d'investissement. Ces interdictions sur la perception des « inducements » s'appliquent aussi à la gestion sous mandat. Celle-ci est considérée comme un conseil indépendant car les conseillers exercent de façon discrétionnaire leur activité. Ceci paraît problématique. En effet, des problèmes de financement risquent de survenir en architecture ouverte, l'augmentation des honoraires, susceptibles de compenser la perte de revenu, n'étant évidemment jamais payée par le client. Le devenir de l'architecture ouverte dans le cadre de la gestion d'actifs est donc remis en cause.

Plusieurs questions se posent concernant les mesures de niveau II sur lesquelles l'ESMA travaille actuellement et notamment sur la définition du conseil indépendant. L'indépendance restera-t-elle un choix ? Des critères objectifs seront-ils mis en place ? Un PSI pourrait-il offrir, à la fois un conseil indépendant et un conseil dépendant ? Même si ce n'est pas forcément intuitif, il est envisageable, qu'au sein d'une même structure le conseil puisse être, en fonction de la cible de clientèle, tour à tour indépendant ou non. Nous pensons que la révision de la directive MIF sur la partie protection des investisseurs aura de forts impacts sur le métier de la gestion d'actifs dans toute

## Deuxième table ronde : La protection des investisseurs au cœur du dispositif révisé de la MIF (suite)

sa diversité et notamment sur l'aspect « commercialisation ». Un des enjeux encore en suspens concerne la révision de la directive « intermédiation en assurance ». En effet s'il n'y a pas de « level playing field » entre ces différents produits, fatalement les flux passeront davantage par l'assurance vie que par le reste. Une interdiction totale remettrait, elle, complètement en cause le système et la façon dont travaillent aujourd'hui l'assurance vie et les courtiers.

**Marie-Thérèse Aycard :** *Marie-Laure Faller, vous êtes Directeur Général d'Axeltis. Vous êtes donc en relation avec de nombreuses sociétés de gestion et de distributeurs. Comment anticipez-vous les évolutions de vos clients ?*

**Marie-Laure Faller :** La lettre de l'observatoire de l'épargne de l'AMF nous permet de disposer de chiffres relativement clairs et nous voyons donc que l'épargne est principalement placée en assurance vie. L'un des enjeux majeurs de MIF II est donc de savoir comment le marché est organisé sur l'ensemble de l'épargne et comment la rémunération de l'ensemble des acteurs sera impactée. En effet, si les CIF sont soumis à la réglementation MIF II, les intermédiaires en assurance, dans l'attente d'une évolution de la réglementation, y échappent. Les acteurs feront-ils évoluer leur

conseil en fonction de ces critères ?

Plus généralement d'un point de vue réglementaire, nous pensons qu'il est préférable d'être prudent afin d'éviter de fermer un marché dès lors qu'un autre est ouvert et de s'assurer que les conflits d'intérêts, que sous-tendent l'ensemble de ces réglementations, soient traités sans tuer l'ensemble du marché. Au Royaume-Uni par exemple, nous avons remarqué que des décisions un peu trop fermées ont fait que des investisseurs modestes ne bénéficient plus d'aucun conseil ce qui va à l'encontre même de la protection des investisseurs, alors que ce sont eux qui en ont le plus besoin.

Les modalités concernant l'indépendance du conseil seront précisées au niveau 2 mais en attendant chacun en a une définition intuitive. De nombreuses questions se posent : Définira-t-on un conseil indépendant en fonction du service rendu, du client, du produit ? Ou bien, le définira-t-on de manière globale ? Le considérant 52 nous laisse penser que ce sera en fonction de la situation et d'une certaine manière en fonction des clients. À partir du moment où l'univers d'analyse du conseiller est défini, il est difficile de se déclarer indépendant en fonction d'autres critères. En étant transparent vis-à-vis du client sur cette partie-là, il est donc possible de démontrer l'indépendance du conseiller.

Un autre aspect primordial est de connaître la nature et le moment où l'information sera donnée au client : Lors du premier contact ? Dans une plaquette ? Ce sont des choix importants et le CIF devra se décider dans des délais très courts, le texte risquant d'être applicable en 2016. Plusieurs options s'offrent à lui : Le CIF peut se déclarer dépendant. On parle du statut dépendant, mais notons qu'il ne s'agit pas exactement d'un statut. En se déclarant indépendant, le CIF maintient la relation contractuelle avec l'ensemble de ses promoteurs et peut continuer à percevoir des rétrocessions. Simplement, la notion d'indépendance ne sera alors plus susceptible d'être utilisée vis-à-vis du client. Ce sera ainsi au CIF de se définir dépendant vis-à-vis d'un ou de « n » sociétés de gestion en fonction de son univers d'analyse.

Il peut aussi décider de se rapprocher plutôt d'une société de gestion pour promouvoir de la multigestion. L'architecture ouverte qu'il promouvait en étant direct sera localisée dans la multigestion. Il sera donc dépendant de la structure de multigestion mais pas indépendant dans l'absolu. Il peut aussi essayer d'obtenir une modification de la rémunération de son client, ce qui est intrinsèquement difficile car ceux-ci souhaiteront bénéficier d'un service complémentaire outre le coût fiscal de la mesure.

Les interventions du CIF :  
les produits d'épargne

## En tant que CIF

→ Instruments financiers soumis à MIFII

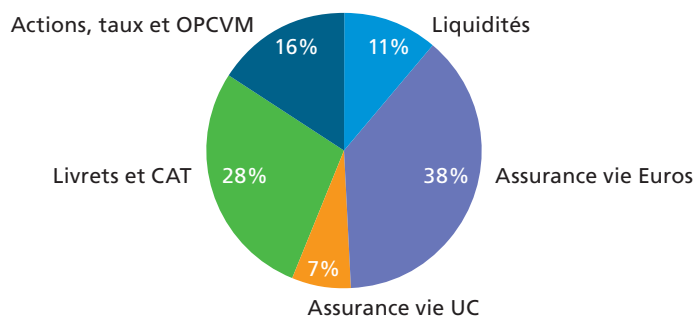
## En tant qu'Intermédiaire en Assurance

→ non inclus dans le périmètre MIF

## En tant que IOBSP

→ non inclus dans le périmètre MIF

## Encours des placements financiers des Français mi 2013



Source : lettre de l'observatoire de l'épargne de l'AMF – mars 2014. Les placements via les CIF sont le reflet de cette répartition.

## Deuxième table ronde : La protection des investisseurs au cœur du dispositif révisé de la MIF (suite)

Pour les métiers titres, l'ensemble de l'écosystème est amené à évoluer. Évidemment, les sociétés de gestion subiront les conséquences de cette problématique car il peut potentiellement y avoir une prolifération de parts sans rétrocession ainsi que des impacts sur la partie dépositaire/tenue de compte.

Une des grandes questions porte enfin sur le calendrier d'application et donc de savoir si les textes devront être tous appliqués en même temps ou bien si l'entrée en vigueur se fera de manière progressive sur les nouvelles activités du CIF à compter d'une date précise. Cette option avait été appliquée au Royaume-Uni et a permis le maintien des stocks et des flux futurs.

Ces mesures impliquent également de conserver la granularité pour l'ensemble des flux des acteurs intervenants dans la chaîne de transmission d'ordres mais aussi d'identifier ce qui correspond à un ordre conseillé par un conseiller indépendant ou non et un ordre tenu par une gestion sous mandat ou non.

La particularité de la gestion sous mandat est qu'il est possible de rétrocéder un montant de commission de placement au client qui est géré sous mandat et donc de traiter le mandat de gestion individuelle comme de la gestion collective. Ces mesures sont aussi des atouts. Enfin c'est toute la chaîne de distribution et de conservation, y compris les relations avec les OPCVM étrangers pour les Transfert Agent ou les TCC via les attestations, qui est concernée et les systèmes d'informations devront être adaptés.

**Marie-Thérèse Aycard :** *À plusieurs reprises nous avons mentionné l'exemple du Royaume-Uni. Je repasse la parole à Servane Pfister qui va nous faire un retour d'expérience.*

**Servane Pfister :** Avec l'arrêté de « distribution review », l'objectif du régulateur britannique était d'améliorer l'information donnée sur les produits et les services financiers, en particulier pour le client retail. Le second objectif, dont s'est inspiré MIF II, était de résoudre le problème des conflits d'intérêts sur la rémunération du conseil financier. Sur ce point, le régulateur a décidé de supprimer

toutes les rétrocessions dans le cadre de tout type de conseil (qu'il soit indépendant ou dépendant) et le conseiller britannique ne peut être payé par le producteur. Néanmoins, le conseiller a toujours l'obligation de se déclarer indépendant ou dépendant et de cet aspect dépend le champ d'analyse qu'il peut fournir à son client. Le dernier point important concernait l'amélioration du niveau de compétences et de formation des différents FIA. Désormais, pour pouvoir fournir un conseil, le conseiller devra disposer d'au moins un diplôme parmi une liste fournie par le régulateur britannique. Tous les produits vendus au retail sont concernés y compris l'assurance-vie contrairement à MIF II où la possibilité est laissée aux États nationaux de mettre en place les interdictions. Le conseiller au Royaume-Uni a le devoir de préciser la nature du conseil qu'il fournit (indépendant ou restreint) et de faire une distinction claire sur le coût qui relève du produit et celui qui relève du conseil. On retrouve d'ailleurs cet aspect d'éclatement des coûts dans MIF II.

La première conséquence constatée dans la gestion d'actifs a été une baisse des coûts des produits. En effet, les réseaux de distribution effectuant du conseil ont exercé une forte pression sur les producteurs, notamment de fonds, afin de faire baisser les frais de gestion. Dès lors, nous avons constaté un fort développement d'instruments comme les ETF et les Trackers avec le risque que la gestion active soit désormais financée de la même façon que la gestion passive. De même on assiste au développement de « RDR Release » c'est-à-dire conformes au RDR Compliance. En définitive, il n'est pas sûr que le client en tire un plus grand bénéfice et il est envisageable que de tels phénomènes se produisent après la mise en place de MIF II.

Les acteurs les plus impactés par la suppression des inducements, seront les acteurs effectuant de la gestion sous mandat en architecture ouverte, de type gestion privée. En revanche, une des conséquences positives est l'efficacité du producteur qui est mise au centre de la relation, la communication autour des produits est désormais centrée sur leur performance et leur réputation.

Les épargnants les moins fortunés et qui ne

sont pas prêts à payer le conseil ont quant à eux un accès désormais plus restreint au conseil personnalisé et se tournent vers des plateformes proposant uniquement de l'information ou de l'exécution (execution only). Parallèlement, nous assistons à une intégration entre le distributeur et le producteur qui s'accompagne d'une réduction du choix de produits, notamment pour les clients retail.

**Marie-Thérèse Aycard :** *Éric Pinon, vous êtes dirigeant d'ACER Finance et Président de la Commission SDG entrepreneuriales à l'AFG. Pouvez-vous nous donner vos réactions en tant que dirigeant d'une société de gestion entrepreneuriale sur ce thème des inducements ?*

**Éric Pinon :** Le but recherché sur les « inducements » par tous les acteurs est la transparence. Malheureusement, nous craignons que si cette réglementation se met en place de façon aussi drastique, elle nuise au service au client et n'aille pas dans le sens de la protection d'une bonne gestion. Les producteurs vont alors se retrouver avec la responsabilité d'être sûrs que leurs clients aient compris la dangerosité des produits qu'ils souhaitent acheter. Mais il n'est pas certain que les informations disponibles sur les produits dissuadent les clients. Notre sentiment sur les « inducements », est qu'on va donc avoir un spectre invraisemblable de tenues de comptes et de relations clients. Nous espérons que l'AMF et l'ESMA sauront prendre en compte ces préoccupations dans les mesures de niveau II. Par ailleurs, il nous semble que ces réglementations entraîneront une diminution des services et nous craignons que cela conduise à un essor de la distribution par internet. Dès lors, il sera très compliqué d'identifier l'acheteur sur des simples clicks internet. C'est un des sujets majeurs d'un groupe de travail que nous animons avec la Commission de Commercialisation au sein de l'AFG.

C'est pourquoi, éduquer les investisseurs, au niveau domestique, afin qu'ils comprennent la nécessité de payer un service, s'avère indispensable. Cependant, il est vrai que nous ne bénéficions pas du fameux « level playing field » et que, de plus, nous risquons d'assister

## Deuxième table ronde : La protection des investisseurs au cœur du dispositif révisé de la MIF (suite)

en France à une dérive de gestion dans l'assurance-vie qui à ce jour, échappe aux règles de la MIF.

La réglementation sur les « inducements » affecte particulièrement le producteur sur le thème des nouvelles responsabilités intitulées « Identification des clients cibles et de nouvelles responsabilités ». À ce jour, la multiplicité des réseaux de vendeurs, d'outils et de supports nous empêche d'avoir une vision complète du passif alors même que nous serons amenés à prendre en charge l'identification de la clientèle acheteuse. La Table Ronde n° 1 a montré que les problèmes de pricing, de cotation et de liquidité nous amènent à nous intéresser au swing pricing ou l'anti dilution levy. Autant de sujets nous incitant à mieux connaître notre passif afin d'obtenir une meilleure gestion. Notre grande inquiétude réside, en revanche, dans la catégorisation clients visée pour chacun de nos produits. Sur des produits bien « packagés », des dérivés, comme la vente de produits non contrôlés par l'AMF et des fonds qui ne seront plus dans le scope de la vente classique des produits financiers y compris l'assurance vie, sont susceptibles de se développer.

Cette catégorisation clients visée dans chaque produit annonce une véritable révolution, notamment pour les distributeurs en architecture ouverte. Ceux-ci devront vérifier que toutes les catégories clients qu'ils sont susceptibles de servir iront vers des produits bien adaptés. Nous savons que la réglementation Solvency II a eu comme effet positif d'identifier « les composants ». En revanche, les level playing fields européens ont montré que certains acteurs étaient moins regardants sur des produits souscrits, avec des conséquences parfois dramatiques pour certains investisseurs. Les producteurs seront donc amenés à travailler sur une matrice clients beaucoup plus spécifique et centrée autour du risque, du rendement et de la nature des produits, chose qui n'a pas été faite jusqu'à ce jour. Une chose est sûre, dans le futur, cette directive nous contraindra à vérifier à la fois vis-à-vis des tiers vendeurs et des clients finaux la bonne adéquation du produit par rapport à un investissement, avec comme conséquence positive une clarification des produits utilisés.

Néanmoins, sa mise en place risque qu'être difficile. Par ailleurs, les coûts seront peut-être revus à la baisse, malgré un coût supplémentaire à imputer aux producteurs. Sur ce sujet, une meilleure transparence sur les bénéficiaires des revenus me paraît également aller dans le bon sens.

**Marie-Thérèse Aycard :** *Nous avons l'avis du producteur, maintenant je vais demander à Dominique De Wit, Secrétaire Général du Crédit Agricole Titres, d'être le porte-parole des distributeurs. Comment percevez-vous l'introduction de cette notion de catégorie cible ?*

**Dominique De Wit :** C'est le producteur qui aura déterminé la catégorie du client visé par chacun de ses produits ; il devra s'assurer ensuite que la stratégie de distribution est compatible avec la clientèle visée. Aussi, cette introduction de la notion de catégorie-cible est une évolution sensible et les TCC « retail » entrent désormais dans une nouvelle relation avec des producteurs puisqu'ils devront intégrer cette catégorie-cible et « dialoguer » avec le producteur qui aura à vérifier ensuite que le processus de distribution mis en œuvre sert bien ses objectifs initiaux.

Sous MIF I, seuls deux types de produits étaient éligibles : les produits simples et les produits complexes. Les clients étaient définis selon trois catégories : les contreparties éligibles, les clients professionnels et les clients non professionnels.

MIF II laisse à chaque producteur le soin de définir ses catégories-cibles : Il nous semblerait donc possible d'intégrer facilement les trois catégories-cibles de MIF 1 dans nos matrices conçues pour MIF 1 et ainsi de continuer en mode industriel, de façon ergonomique et surtout de gérer la traçabilité nécessaire. Mais, si on laisse à chaque producteur d'OPCVM français ou étranger le soin de définir sa cible de clients de « façon littéraire », de façon non normée, le risque existe pour l'activité retail, (en dehors d'entretiens en banque privée pour des montants élevés), de ralentir le processus ergonomique mis en œuvre pour MIF 1 et de gêner la traçabilité. Cela est particulièrement

vrai dans le monde retail, où la volumétrie exige un traitement industriel car des millions d'opérations sont traitées.

En outre, depuis MIF I la jurisprudence française est assez simple : c'est au banquier TCC retail d'apporter la preuve qu'il a bien respecté le processus MIF.

**Marie-Thérèse Aycard :** *Je propose de passer au thème des enregistrements. Nous avons pu constater de nombreuses actions de lobbying depuis les premières versions des textes. Nous disposons maintenant de l'accord et le fait est que les obligations restent importantes. Comment cela peut-il se décliner dans les grands réseaux ?*

**Dominique De Wit :** Il est à noter que notre lobbying n'a pas non plus été miraculeux mais après avoir perdu une bataille aussi bien fondée, nous passons à la suivante. Dans MIF II, l'objectif du régulateur n'est pas tant la protection de l'investisseur que la recherche de l'abus de marché. Dans le monde du retail la complexité de la mise en œuvre d'une telle mesure se remarque très facilement. En effet, cela suppose d'enregistrer et de conserver pendant 7 ans dans les réseaux la masse des conservations, archivages mails, etc. Ce sujet nécessite une organisation technique, informatique et même une nouvelle approche culturelle des relations avec la clientèle, puisque cela suppose d'enregistrer le client après l'avoir prévenu. À ce titre, nous espérons qu'en France la CNIL fera preuve de mesure et d'apports raisonnables dans la mise en œuvre opérationnelle.

Enfin, il existe, selon nous, un petit risque juridique lié à la jurisprudence française existante depuis MIF I qui consiste à demander au banquier TCC d'apporter la preuve que l'intégralité du processus MIF a été respectée. À défaut, le client peut bénéficier « d'une espèce d'assurance dommage ». Supposons un client de mauvaise foi qui quelques années plus tard assure avoir eu un échange contre-disant les dires du banquier. Ayant affaire à un client de mauvaise foi, l'enregistrement ne serait pas disponible. Il existe donc un possible risque juridique dommageable.

## Deuxième table ronde : La protection des investisseurs au cœur du dispositif révisé de la MIF (suite)

**Marie-Thérèse Aycard :** *C'est ce qui a conduit notre groupe de travail à se demander s'il n'y aurait pas de filières titres spécifiques déconnectées du réseau classique.*

**Dominique De Wit :** Effectivement, un simple rappel de l'exemple britannique montre que les petits clients retail disposent désormais d'une gamme de produit plus étroite. Depuis 2004, la directive MIF vise à protéger l'investisseur et particulièrement le petit investisseur. Or, si la mise en œuvre opérationnelle s'avère excessive dans certains domaines - dans les enregistrements par exemple - nous pourrions assister à un retrait de certains réseaux, la petite clientèle étant orientée vers des canaux directs exclusivement (Internet et plate-forme téléphonique) proposant, sur le modèle « execution only », sans aucun conseil, des produits simples avec moins de valeur ajoutée. En définitive, un texte qui, à l'origine, visait à protéger l'investisseur retail pourrait « desservir » la clientèle la plus modeste, ne réservant les conseils, sous le processus MIF II complet, qu'aux clients disposant de sommes significatives.

**Marie-Thérèse Aycard :** *L'affichage des coûts même avant la transaction est-il simple à mettre en œuvre ?*

**Dominique De Wit :** Nous pouvons répondre que non. MIF II dispose que tout service d'investissement principal ou auxiliaire doit apporter des informations aux clients sur les coûts avant la souscription, après laquelle il est possible de demander des détails supplémentaires sur les coûts. En outre, une information sur les coûts doit être publiée au moins une fois par an, en spécifiant clairement ceux résultant du conseil. Le travail de recherche des données est dense, ce qui implique de disposer d'une comptabilité analytique enrichie. En guise de conclusion je dirai que c'est tout le processus MIF I qui est largement enrichi depuis l'amont (enrichissement des référentiels clients/cibles) jusqu'à l'aval (fourniture sur demande du client d'informations complémentaires après la transaction).

**Marie-Thérèse Aycard :** *Je passe maintenant la parole à Éric de Nexon, Directeur de la Stratégie pour les infrastructures de marché chez SGSS et vice-Président de l'AFTI, pour évoquer le thème du reporting. Nous sommes dans une table ronde dédiée à la protection des investisseurs mais MIF II veut aussi protéger l'investisseur contre lui-même puisqu'en lien avec l'abus de marché.*

**Éric de Nexon :** Énormément de mesures visent à améliorer la transparence, la plupart des réglementations actuelles y font référence et MIF II ne fait pas exception. L'idée est de garantir la stabilité financière et d'assurer un bon fonctionnement des marchés. Pour ce faire, MIF II et MIFIR nous livrent un nouveau cadre réglementaire instituant des règles encore plus renforcées en matière de transparence pré et post-trade pour l'ensemble des transactions, sur l'ensemble des instruments financiers<sup>1</sup> et des segments de marchés, de la part et à destination de l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur.

En effet, ces obligations de transparence visent aussi bien les opérateurs de marché et les entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation que les internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré

Concernant la transparence post-Trade, deux approches peuvent être envisagées. La première consiste en une mise à disposition du public d'un certain nombre d'informations de manière individuelle, cet aspect étant traité par les APA (Approved Publication Arrangement), ou bien de manière consolidée, ce qui est alors du ressort des Consolidated Tape Providers (CTP). Les ARM (Approved Reporting Mechanism) ont eux vocation à être le vecteur de transmission du reporting réglementaire des entreprises d'investissement vers les autorités de tutelle. Leur utilisation n'est cependant pas obligatoire et le reporting peut être réalisé directement.

Il convient de rappeler que les Trade Repositories pourront désormais être agréés en tant que ARM. À ce propos, la directive MIF précise que les prestataires de services de données - CTP et ARM - seront réglementés, et devront à ce titre être agréés et répondre à un certain nombre de dispositions ayant trait tant à leur agrément qu'en ce qui concerne l'exercice de leur activité.

L'obligation de reporting réglementaire n'est pas quelque chose de nouveau. En France, le RDT est souvent évoqué, RDT qui fonctionne d'ailleurs de manière relativement efficace : tout ce qui est traité sur les Trading venues est reporté par ces dernières sans ajout d'information et tous les OTC sont reportés directement par les intermédiaires. Or, trois éléments ont été ajoutés et vont compliquer énormément les choses : l'identification du client, l'identification du trader et l'indicateur de vente à découvert. En effet, s'il est facile de reporter une opération effectuée sur un marché réglementé, le processus est plus compliqué lorsqu'il faut prendre en compte les indicateurs de vente à découvert et d'identification du client. Désormais, il faudra identifier le client initial qui peut se situer loin dans la chaîne de transmission des ordres. Dès lors, plusieurs types de solutions s'imposent. La première consiste à adapter toutes les chaînes de transmission des ordres depuis la passation jusqu'aux différents intermédiaires, voire jusqu'au marché afin de véhiculer les informations requises. Nous pensons qu'il convient d'éviter cette approche qui semble très compliquée à mettre en œuvre. Une deuxième solution consiste en la mise en place d'un double reporting impliquant d'une part les données de l'entreprise d'investissement et d'autre part celles à la disposition du RTO. À ces difficultés liées à la récupération et la transmission des informations s'ajoutent celles relatives à l'identification du client : on sait quelles sont les difficultés liées à la mise en place en cours du LEI pour les personnes morales et il n'existe pas à ce jour d'identifiant unique pour la clientèle de particuliers, ce qui laisse entrevoir une mise en œuvre longue et difficile de ces mesures.

<sup>1</sup> Actions, certificats de titres en dépôt, fonds indiciels cotés, certificats et autres instruments financiers similaires, obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés.

## Deuxième table ronde : La protection des investisseurs au cœur du dispositif révisé de la MIF (fin)

Un dernier point : dans certains cas, la Trading Venue est amenée à faire le reporting pour les entreprises d'investissement qui ne sont pas concernées par MIF. Prenons par exemple une entreprise d'investissement suisse intervenant sur un marché qui devra faire le reporting pour son compte. L'entreprise d'investissement devra remonter au niveau du client final pour récupérer l'information et la transmettre au marché en charge du reporting, ce qui sera, n'en doutons pas relativement complexe.

### Conclusion

**Marie-Thérèse Aycard :** *Désormais, le challenge est d'être prêt dans deux ans ce qui implique une mobilisation immédiate au sein des entreprises d'investissement. Le moment est venu de s'approprier les sujets pour se mettre en capacité de s'exprimer dans le cadre des consultations ESMA à venir, afin que les mesures de niveau II soient appropriées. Enfin, il faudra se mettre au travail pour décliner ces mesures et être opérationnels dans les mois qui viennent.* ■

### En synthèse : des choix structurants et des projets significatifs à lancer



Utilisez la loupe  
pour zoomer  
dans le visuel

