

# MIFID II/MIFIR Nouveau calendrier : bonne ou mauvaise nouvelle ?

En partenariat avec



## Sommaire

### Éditorial

**Dominique DE WIT**

Secrétaire général, Crédit Agricole Titres  
Vice-Président de l'AFTI

1

### MIF II : les principaux enjeux pour 2018

**Guillaume ELIET**

Secrétaire Général Adjoint,  
Direction de la Régulation  
et des Affaires Internationales, AMF

3

### Table ronde

animée par

**Stéphanie SAINT-PÉ**

Déléguée Générale, AFTI

Participants :

**Marie-Thérèse AYCAR,**

Associée, Ailancy

**Nathalie POUX-GUILLAUM,**

Group Product Manager –

Products & Solutions, CACEIS

**Carole de GAULLE**

Expert Conformité, FBF

**Anne-Cécile LUGAGNE-DELPON**

Responsable des projets de l'offre  
et du digital, BNP Paribas Banque Privée

**Sylvie BONDUELLE**

Senior Advisor, Direction des Relations  
de Place, Société Générale Securities  
Services

6

### MIF II et la structure des marchés

**Emmanuel de FOURNOUX**

Directeur des Activités de Marchés, AMAFI

12

### Conclusion

**Stéphane GIORDANO**

Président, AMAFI

15

## Éditorial

Le rôle de nos associations professionnelles est bien à la fois de contribuer à l'élaboration des textes en préparation et d'aider leurs adhérents dans la mise en œuvre des textes adoptés.

Une régulation aussi importante et structurante que la directive MIF II et le règlement MIFIR, a naturellement été l'occasion de travaux en commun avec la Fédération bancaire française (FBF), l'Association française des marchés financiers (AMAFI) et l'Association Française de la Gestion financière (AFG), respectivement sur le sujet des coûts et charges, du reporting des transactions et de la gouvernance produit.

L'Association française des professionnels des titres (AFTI) accompagne plus spécifiquement ses adhérents avec le souci de « penser implémentation » et d'aider les structures projets dans nos établissements respectifs.

L'AFTI a créé un groupe de travail MIF II, animé par Stéphanie Saint-Pé, déléguée générale de l'AFTI, qui s'est attelé à la production d'un guide d'implémentation dont l'objectif est de faire un état des lieux des sujets d'implémentation par les prestataires de services d'investissement (PSI) à partir de la thématique de la directive MIF II relative à la protection des investisseurs. Pour cela, l'AFTI bénéficie du concours du cabinet Ailancy représenté par Marie-Thérèse Aycard, associée.

### La directive MIF II et le règlement MIFIR, c'est plus qu'une révision de la directive MIF I

Avec environ 40 % de dispositions nouvelles, il existe un véritable écart entre la directive MIF I et la directive MIF II sur de nombreux thèmes. Même si le plus souvent, et hormis la gouvernance produit, la directive MIF II et le règlement MIFIR ne réinventent pas des concepts

complètement nouveaux : un client, sa situation financière, sa connaissance, son expérience et ses objectifs d'investissement doivent être parfaitement et préalablement connus au moment de la vente d'un instrument financier.

Effectivement, la gouvernance produit est une exigence nouvelle de la directive MIF II : les responsabilités respectives des producteurs et des distributeurs sont fixées ; un lien nouveau entre les deux maillons de la chaîne de distribution est instauré. Cette novation représente un travail important pour mettre en œuvre une solution industrielle de masse et faire en sorte que le dialogue producteur-distributeur soit réel et traçable.

La directive MIF II a une préoccupation forte de limiter les conflits d'intérêts. Ce concept n'est pas nouveau, mais il est clarifié.

La rémunération est également un point central. Il est nécessaire d'agir dans l'intérêt du client et il ne peut pas exister une incitation qui pourrait être contraire à l'intérêt du client investisseur.

Les membres de l'AFTI adhèrent naturellement à ces dispositions qui ont le souci de traiter loyalement le client investisseur (conception civiliste de la directive MIF II : pas de dol au détriment de l'investisseur dans le cadre de la vente d'instruments financiers).

Nous nous sommes habitués à ce que le cadre d'exercice pour nos activités, évolue en permanence et de nombreux chantiers réglementaires ont mobilisé l'AFTI (et les autres associations). Toutefois le dispositif MIF II/MIFIR est considéré par de nombreux acteurs (réception-transmission d'ordre – RTO et teneur de compte-conserveur – TCC) comme le plus complexe à mettre en œuvre en raison :

### Éditorial

- des très nombreuses adaptations à conduire par les établissements;
- des très nombreux impacts (sur la distribution, sur la structure des marchés, etc.);
- et des nombreuses questions encore non résolues.

Aussi, bien entendu, la confirmation du report de l'entrée en vigueur de la directive MIF II de janvier 2017 à janvier 2018 (report pour lequel nous avons milité) est une décision très positive. Pour autant, nous savons que ces délais restent extrêmement « tendus », eu égard à cette complexité et à la multiplicité des « chantiers ».

#### Les points d'attention exprimés par l'AFTI, depuis 2014 :

##### *Protection des investisseurs*

Les obligations de transparence requises pour des coûts et des frais apparaissent être d'une complexité disproportionnée au regard des bénéfices potentiels.

Les exigences d'enregistrement et de conservation des échanges téléphoniques et des communications électroniques sont incohérentes avec certaines conceptions de la protection des données personnelles.

Les difficultés rencontrées par des établissements de la Place résident dans le passage en mode projet, qui a ses impératifs propres :

- le calendrier de la livraison des textes définitifs, à la fois de niveau 2 et de niveau 3, est tel que la mise en œuvre dans les systèmes pour le 3 janvier 2018 reste un défi;
- la volumétrie des textes de niveau 1 et de niveau 2 : actes délégués, standards techniques, *Regulatory Technical Standards* (RTS), *Implementing Technical Standards* (ITS) et de niveau 3 : Guidelines et Q & A, est très importante, elle comprend plus de 3000 pages.

Dès 2014, l'Association des Banques et Banquiers Luxembourgeois (ABBL) soulignait, s'agissant de la consultation ouverte par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA – European Securities and Markets Authority) sur les mesures techniques destinées à mettre en œuvre la réglementation de la directive MIF II et du règlement MIFIR, que c'était « une tâche que même Hercule dans ses bons jours n'oserait entreprendre ».

En outre, si les textes de niveau 1 sont stabilisés et ceux du niveau 2 en passe de l'être, ceux du niveau 3 (les normes techniques) sont encore à ce jour en cours d'élaboration.

Sur un plan pratique, à ce stade et pour de nombreux sujets, il nous est impossible de « clôturer » le cahier des charges fonctionnelles et les spécifications détaillées des besoins. Un seul exemple : la gouvernance produit qui recèle des enjeux forts.

Sur ce sujet, l'AFTI comprend parfaitement l'esprit du texte :

- le rôle du producteur qui définit les caractéristiques du produit, le marché cible, les principaux canaux appropriés;
- le rôle du distributeur qui doit obtenir les informations nécessaires du producteur, comprendre les caractéristiques du produit et de sa cible, s'assurer de la cohérence pour chaque instrument financier entre le marché cible et sa clientèle.

Et de manière continue...

Toutefois, après des premiers échanges très constructifs avec l'Autorité des marchés financiers (AMF) lors de différentes réunions de Place, des interrogations demeurent.

Ainsi, l'AFTI partage les remarques de l'European Fund and Asset Management Association (EFAMA) sur le besoin d'harmonisation européenne et de standardisation et insiste sur le besoin de critères suffisamment industrialisables et génériques pour pouvoir être introduits dans les référentiels titres.

L'AFTI partage la position de l'EFAMA, selon laquelle la gouvernance produit a pour but premier d'accompagner le distributeur dans la définition de sa stratégie de distribution et non de répliquer les contrôles qui sont déjà effectués au titre des contrôles d'adéquation (*suitability test*) du caractère approprié (*appropriateness test*).

En effet, une grille des marchés cibles trop « fine » et trop proche des critères d'adéquation et de caractère approprié ne permettrait pas une implémentation efficace (« industrielle ») de cette gouvernance produit.

Enfin, les délais habituels de conduite de projets IT sont tels que, pour être prêt à fonctionner dès le 3 janvier 2018, après la phase de recettes, il faudrait finaliser le cahier des charges de cette gouvernance produit au plus tard en septembre 2016.

Nous sommes, en juin 2016, suffisamment avancés pour bien mesurer :

- les repercussions profondes de la directive MIF II et du règlement MIFIR sur tous les acteurs;
- les nombreux impacts sur toute la chaîne;
- les conséquences stratégiques, variant selon les marchés;
- et le travail considérable qu'il faudra réaliser en matière de formation des collaborateurs.

Notre état d'esprit est de continuer de manière positive le dialogue avec nos autorités de Place, pour réaliser une mise en œuvre optimale de ces textes.

Nonobstant cette complexité, voire certaines lourdeurs, nous ne voulons pas céder à la tentation du trop simple (suppression de fait de l'architecture ouverte, etc.) et nous gardons à l'esprit qu'il est essentiel d'encourager les initiatives en faveur de la distribution des actions et des instruments financiers auprès des investisseurs, y compris auprès de la clientèle particulière.

En ce sens, la directive MIF II doit être envisagée comme une opportunité de revisiter nos processus, nos offres de services afin de développer l'intérêt de nos clients pour ces classes d'actifs. ■

**Dominique De Wit**  
Vice-président de l'AFTI

# La directive MIF II: les principaux enjeux pour 2018

**Guillaume Eliet**

Secrétaire général adjoint,

DIRECTION DE LA RÉGULATION ET DES AFFAIRES INTERNATIONALES, AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF)

Bonne ou mauvaise nouvelle ? Ce titre proposé par l'AFTI est certainement destiné à être un peu provocateur. Pourtant, reconnaissons que le report de l'entrée en vigueur de la directive est une bonne nouvelle pour tout le monde qu'il s'agisse des acteurs ou des infrastructures qui doivent se mettre en ordre de marche. C'est une bonne nouvelle pour la Commission européenne car beaucoup de textes ne sont pas définitivement publiés et pour l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA – European Securities and Markets Authority) car beaucoup de travail reste à accomplir aux niveaux 2 et 3. Par ricochet, ce n'est pas une mauvaise nouvelle pour l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui était en situation d'urgence à la fois sur le plan de la transposition et sur le plan de la mise en place des dispositifs techniques comme, par exemple, les systèmes devant recevoir les reporting des transactions. Toutefois, il faut prendre garde à ce nouveau délai qui reste court pour être totalement prêt en 2018, et ce d'autant plus qu'aucun autre délai ne pourra être espéré.

Quels sont les enjeux du point de vue de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ? Ils sont au nombre de trois : un premier enjeu de *transposition* immédiate des textes qui concerne le législateur et le régulateur, un deuxième enjeu de *transformation* qui concerne l'ensemble des acteurs avec des sujets sur lesquels la directive MIF II bouleverse vraiment les pratiques et puis un troisième enjeu de *transmission* commun à la fois au régulateur et aux organisations professionnelles comme l'AFTI. Ce dernier enjeu consiste à accompagner les acteurs par des actions de pédagogie pour aider à la mise en œuvre de cette réglementation. C'est sans doute aujourd'hui le plus important.

## Enjeu de transposition

Le premier enjeu qui concerne le législateur et l'Autorité des marchés financiers (AMF) est un enjeu de transposition avec de nombreuses difficultés à résoudre.

La première difficulté réside dans la profusion

des textes. Il ne s'agit plus de transposer une directive posant de simples principes généraux, avec une directive-cadre et éventuellement une directive d'application. On rentre aujourd'hui dans une granularité extrêmement forte, dans un grand niveau de détails, dès les textes de niveau 1.

La deuxième difficulté est liée à la lourdeur du processus législatif. Pour l'ensemble des textes, à compter de la date de leur publication, le Parlement et le Conseil disposent en effet d'un délai de trois mois (renouvelable une fois) pour leur permettre de présenter des objections. En conséquence, d'un point de vue formel, nous ne disposons pas encore à ce jour de textes de niveau 2 « juridiquement » définitifs.

La troisième difficulté est due à une procédure qui correspond à un doublement des ordonnances. En effet, en France le Parlement a autorisé le Gouvernement à procéder à la transposition de la directive MIF II par voie d'ordonnance. Le Gouvernement présentera dans les prochains jours une première ordonnance, qui respectera d'ailleurs le calendrier initial de la directive, puis une seconde dans le cadre de la loi Sapin II, qui vise à distinguer le statut d'entreprise d'investissement (EI) et celui de société de gestion de portefeuille (SGP). Conformément à l'exercice de simplification et d'absence de surréglementation que nous nous sommes imposés. En effet, traditionnellement les sociétés de gestion de portefeuille étaient considérées comme des entreprises d'investissement quand bien même elles ne rendaient pas de service d'investissement. Leur appliquer l'intégralité de la directive MIF II est apparu très lourd. Une séparation claire entre ces deux statuts, grâce à une seconde ordonnance, a donc été apportée.

La quatrième difficulté est que nous devons prendre en compte un nombre important de règlements, qui sont certes d'application directe, mais qui nécessitent néanmoins de revoir certaines dispositions du règlement général de l'AMF. Cette « transposition négative » vise à expurger de l'ensemble des textes,

en particulier du règlement général, toutes les dispositions qui sont désormais couvertes par des règlements essentiellement de niveau 2) et qui sont potentiellement contraires à ceux-ci. C'est un exercice de destruction normative peu habituel pour le régulateur, qui transforme peu à peu le règlement général et entraîne la suppression de chapitres entiers. Ceci peut poser un vrai sujet de lisibilité de la réglementation en général et en particulier du règlement général qui devient de moins en moins un outil de travail pour les professionnels. L'Autorité des marchés financiers (AMF) étudie actuellement comment faire en sorte de disposer, aux côtés du règlement général (pièce juridique), un document plus complet, plus pédagogique, qui reprendrait, chapitre par chapitre, l'intégralité des normes applicables c'est-à-dire qui inclurait les textes de niveau 1, le règlement général, les règlements européens, les normes des autres niveaux éventuellement et, pourquoi pas, la doctrine.

La cinquième et dernière difficulté tient au fait que les discussions de niveau 3 se poursuivent, voire commencent seulement, sur de nombreux sujets. Nous n'avons pas encore une connaissance parfaite du périmètre des sujets qui seront couverts par les travaux de niveaux 3. Une question d'ordre stratégique est posée au régulateur de savoir jusqu'où l'ESMA doit aller dans les travaux de niveau 3. En effet, la limite n'est pas toujours évidente. Parfois, il serait préférable que l'ESMA ne s'engage pas dans une négociation qui, à vingt-huit, reste souvent compliquée. Quoi qu'il en soit, certaines orientations obligatoires ont d'ores et déjà été publiées par l'ESMA (connaissances et expérience, produits complexes) et une liste de questions et réponses (Q&A) est en cours de rédaction par l'ESMA (adéquation, enregistrement, meilleure exécution, coûts et charges). Enfin l'ESMA envisage la rédaction d'orientations spécifiques sur la gouvernance produit qui seront soumises à consultation.

## Enjeu de transformation

Le deuxième enjeu qui concerne plus directe-

### La directive MIF II : les principaux enjeux pour 2018

ment les acteurs est un enjeu de transformation d'un certain nombre de schémas et d'un certain nombre de modèles.

La directive MIF II introduit une nouvelle organisation des marchés et de leur structure, tout d'abord avec une obligation de négociation sur des marchés réglementés (RM), des systèmes multilatéraux de négociation (SMN) et des internalisateurs systématiques (IS) pour les actions et les dérivés suffisamment liquides et faisant l'objet d'une compensation centralisée; Ensuite avec l'extension du régime de transparence pré et post-négociation à des instruments financiers autres que les actions. Cette transparence pré et post-négociation introduite sur les actions par la directive MIF I est élargie à l'intégralité des titres liquides qu'il s'agisse non seulement d'instruments « assimilés actions » comme les *Exchange Traded Funds* (ETFs) ou les certificats, mais aussi d'obligations, de dérivés, de produits structurés ou de quotas d'émission. Ce sont des réformes importantes pour la sécurité et la transparence des opérations. Quant au reporting des transactions, il est enrichi avec davantage de précisions ce qui représente un enjeu surtout technologique pour l'ensemble des acteurs concernés et le régulateur.

En considérant la recherche comme un *inducement*, la réforme de son financement est devenue un sujet qui a surpris et beaucoup préoccupé les acteurs dans le cadre des travaux de négociation. Il a fallu déterminer une façon de réglementer les éventuels conflits d'intérêts liés au financement de la recherche par les frais de transactions. Les textes ont été âprement discutés et ils sont par conséquent habilement équilibrés.

Il s'agit désormais de construire une nouvelle façon de financer cette recherche et de faire en sorte que cette recherche qui est mise à la charge des portefeuilles, soit à la charge des clients, soit une recherche utile, transparente, décorrélée du turnover des portefeuilles et équitablement répartie entre les différents portefeuilles gérés au sein d'une même société de gestion. Pour cela, l'Autorité des marchés financiers (AMF) organisera une consultation publique avec pour ambition de poser les premières règles pratiques d'application de ce nouveau système de financement de la recherche.

Dans un premier temps, nous avons pensé que la transformation la plus importante serait celle des *inducements* dans le cadre de la distribution, liés au financement du conseil offert aux clients et à l'interdiction ou non des rétrocessions dans la distribution.

Sur ce dossier également, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a mené un combat qui s'est conclu par une solution acceptable dans la mesure où elle est calquée sur la doctrine qu'elle avait déjà élaborée en matière de rétrocession dans le cadre de la distribution. En réalité, la véritable transformation est le nouveau régime de gouvernance produit pour les distributeurs et les producteurs avec l'obligation pour ces derniers d'être impliqués dans la distribution de leurs produits en déterminant un marché cible.

Dans la logique de la réglementation européenne, il ne s'agit pas d'une transformation si majeure puisque les distributeurs avaient déjà cette obligation de connaître leurs clients et de leur offrir des produits adaptés à leurs besoins (*Suitability & Appropriateness test*). Il ne s'agit en réalité que du miroir de cette obligation qui va permettre aux distributeurs, après identification des besoins de leurs clients, plutôt que de rechercher dans la masse des produits disponibles celui qui va être le plus adapté, de connaître, produit par produit, la clientèle cible et ainsi relier plus facilement les produits au profil et aux besoins de leurs clients. C'est néanmoins une transformation importante en matière de mise en œuvre pratique pour construire ce marché cible mais aussi en matière de responsabilité.

Au-delà de ces enjeux de transformations, je souhaite aborder deux sujets importants, passés parfois inaperçus, mais certainement pas par les teneurs de comptes-conservateurs: le premier sujet concerne l'obligation pour les entreprises d'investissement de diversifier les dépôts de fonds de leurs clients et de se conformer au principe d'un plafonnement à 20 % des fonds de clients qu'elles peuvent déposer auprès d'entités appartenant au même groupe qu'elles. L'autorité des marchés financiers (AMF) a obtenu un principe de proportionnalité dans l'application de cette règle, soit la possibilité de ne pas appliquer cette limite eu égard à la nature, à l'étendue et à la complexité de l'activité. Cela devra être précisé afin d'aider à y voir

un peu plus clair sur la façon dont il sera possible d'utiliser cette dérogation. Le second sujet concerne l'information obligatoire des clients en cas de baisse de 10 % de la valorisation de leur portefeuille ainsi qu'en cas de baisse de 10 % de la valeur d'un instrument financier à effet de levier au plus tard à la fin du jour ouvrable. Il s'agit là d'une obligation nouvelle même si les distributeurs ont déjà, dans le cadre de leur relation commerciale, l'occasion de fournir ces informations régulièrement à leurs clients.

#### Enjeu de transmission

Le troisième enjeu qui concerne l'Autorité des marchés financiers (AMF) et toutes les organisations professionnelles dont l'AFTI, est un enjeu de transmission, c'est-à-dire de faire en sorte que tous les acteurs de la Place digèrent ce corpus normatif absolument gigantesque. De son côté, l'AMF a déjà organisé un certain nombre de formations sur la distribution et sur la gestion. Elle en organisera prochainement une autre sur les marchés.

L'AMF a également publié un guide pour accompagner les sociétés de gestion de portefeuille dans la mise en œuvre des nouvelles dispositions issues de la directive MIF II. Ce guide reprend les thèmes clés de la directive comme la distinction entre les sociétés de gestion et les entreprises d'investissement, la gouvernance produit, l'information des clients, etc...

Un des enjeux est aussi de répondre aux questions stratégiques importantes qui se posent dans le cadre de l'application de la directive MIF II, à savoir comment désormais procéder pour commercialiser les produits et éviter que la directive ne conduise à un mouvement de repli vers des produits simples, en clair, comment ne pas mettre fin à l'architecture ouverte.

Un autre enjeu est de s'assurer de la cohérence entre les différents textes qui sont publiés. Ce sujet de cohérence a d'ailleurs été identifié par la Commission européenne qui a publié un call for evidence portant sur le cadre réglementaire des services financiers dans l'Union européenne en septembre 2015. On constate, par exemple, un décalage entre le règlement PRIIPs et la directive MIF II concernant l'information à communiquer sur les coûts et les charges d'un produit. Ce genre d'incohérence doit être réglé.

## La directive MIF II: les principaux enjeux pour 2018

Ce n'est que par un dialogue qu'il sera possible d'identifier ces sujets et de les régler afin de faire en sorte que toutes les parties prenantes impliquées soient prêtes et que les choses se passent le mieux possible en 2018. ■

## Questions de la salle

*Comment concrètement il sera possible d'arriver à informer le client en cas de baisse de 10 % de la valorisation de son portefeuille au plus tard à la fin du jour ouvrable. Quelles sont les pistes de réflexion envisagées ?*

L'AMF partage cette préoccupation. Des discussions ont été engagées avec l'ESMA et la Commission européenne. Il reste toutefois encore beaucoup d'éléments à analyser afin de déterminer quelle est la latitude dont nous disposons. Effectivement, « au plus tard à la fin du jour ouvrable », ne semble probablement pas applicable. Rappelons que, lorsque la Commission européenne a rédigé ce texte, elle considérait que l'occurrence d'une baisse de 10 % était relativement faible sur une journée. La volatilité que nous connaissons aujourd'hui montre que ce n'est pas si exceptionnel...

*En ce qui concerne la protection des investisseurs et la transparence des frais, on relève un certain nombre d'incohérences, notamment ex ante, sur l'affichage demandé qui demande à analyser le coût des frais sur la performance attendue d'un produit alors même qu'il semble assez difficile de déter-*

*miner sur des instruments financiers quelle sera la performance future. Quelles sont les recommandations en la matière ?*

Dans ce cas également, des discussions sont en cours, en particulier sur le règlement sur les produits d'investissement packagés (PRIIPs). Ceci se traite à deux niveaux. Il existe tout d'abord un sujet abordé par les parlementaires européens qui consiste à vouloir introduire dans ce règlement des scénarii de performance passée sur les produits, ce qui n'a pas été prévu, hormis cas exceptionnel. Les débats au sein des régulateurs, voire au sein même de l'Autorité des marchés financiers ont été nourris par l'idée selon laquelle les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Nous ne souhaitons donc pas limiter l'information aux seules performances passées tout en étant conscients qu'il n'y a pas d'autres outils que la performance passée pour pouvoir juger de la qualité d'une gestion.

Ensuite, il y a un autre sujet plus inquiétant dans le règlement PRIIPs. Il concerne l'information à produire sur les coûts pour les produits et ce, dès la fin de l'année 2016. Le principe retenu est que les coûts de transactions, qui

doivent être affichés dans le document remis aux clients, s'appuient sur la moyenne des coûts de transaction des trois dernières années calculée par le producteur, ce qui n'est pas sans poser d'énormes difficultés. Les coûts doivent également inclure l'impact marché ce qui rend l'exercice encore plus difficile. Tout cela risque de nécessiter une mise en place coûteuse pour les gérants sans pour autant exclure une impossibilité technique de le faire.

Le règlement PRIIPs prévoit, pour les produits qui ne disposent pas de cette antériorité de trois ans, la possibilité de se référer à des prix moyens qui sont fixés dans le règlement lui-même. Nous souhaiterions pouvoir utiliser ces prix moyens pour l'ensemble des produits, y compris ceux pour lesquels on dispose de cette antériorité de trois ans, afin d'éviter de faire le calcul de cette moyenne lors de l'entrée en vigueur du règlement PRIIPs. Ce n'est qu'ensuite que se constituerait au fur et à mesure cette antériorité. Des discussions sont là encore en cours avec l'ESMA et la Commission européenne mais l'état d'avancement des textes de niveau 2 (en cours de traduction) ne laisse que peu d'espoir pour des modifications.

## Table ronde

animée par

**Stéphanie Saint-Pé** (*Déléguée générale, AFTI*)

Intervenants :

**Marie-Thérèse Aycard** (*Associée, AILANCY*)

**Sylvie Bonduelle** (*Senior advisor, Direction des relations de Place, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SECURITIES SERVICES – SGSS*)

**Carole de Gaulle** (*Responsable de la conformité, FÉDÉRATION BANCAIRE FRANÇAISE – FBF*)

**Anne-Cécile Lugagne-Delpon** (*Responsable des projets de l'offre et du digital, BNP PARIBAS BANQUE PRIVÉE*)

**Nathalie Poux-Guillaume** (*Group Product Manager – Products & Solutions, CACEIS*)

**Stéphanie Saint-Pé** : La protection des investisseurs, l'un des chapitres majeurs de la directive MIF II, est au cœur des travaux menés par l'AFTI en collaboration avec les associations professionnelles comme la Fédération bancaire française (FBF) et l'Association Française de la Gestion financière (AFG), pour ne citer qu'elles, mais aussi avec l'Autorité des marchés financiers (AMF). Mais quand on évoque la protection des investisseurs, la première question qui vient à l'esprit est celle de savoir de quels services d'investissement il s'agit.

**Marie-Thérèse Aycard** : Quand on parle de protection de l'investisseur, le premier élément est effectivement de préciser de quel service il s'agit. Si le client est conscient de bénéficier d'un service d'investissement lorsqu'il opte pour une gestion sous mandat, ou d'un service de réception-transmission d'ordre (RTO) lorsqu'il a un compte titres ordinaire ou un plan d'épargne en actions (PEA) chez un teneur de compte, notons qu'une forme de flou entoure actuellement le conseil en investissement. La directive MIF II impose dorénavant des exigences nouvelles pour l'exercice de ce service de conseil en investissement. En effet, il ne sera plus possible, ni d'échanger avec un client donné sur son portefeuille, ni de prodiguer des conseils et des recommandations en évoquant des instruments financiers précis, sans satisfaire aux dispositions de la directive qui entourent la délivrance de ce service.

Un point d'attention important, ce sujet ne concerne pas uniquement, comme certains ont souvent tendance à le penser, les réseaux de banque de détail mais il concerne tout autant les banques privées, les banques de financement et d'investissement (BFI) qui dans leur relation avec leurs clients prodiguent également

des conseils en investissement, et enfin de nombreuses sociétés de gestion dans le cadre d'une commercialisation directe.

Au sein du groupe de travail MIF II, nous nous efforçons de préciser tous les points structurants, dans un guide d'implémentation en cours de finalisation.

**Stéphanie Saint-Pé** : Plus précisément, quelles sont ces nouvelles exigences apportées par la directive MIF II en matière de conseil en investissement ?

**Carole de Gaulle** : La directive MIF I a créé le service d'investissement de conseil en investissement et cela a fait couler beaucoup d'encre. On sait désormais que cela correspond à est une recommandation personnalisée, soit à la demande du client, soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, qui porte sur une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers. La directive MIF II apporte une première nouveauté majeure dans la définition de ce service qui avait été mis en place avec de la directive MIF I, en précisant que le conseil en investissement peut être indépendant et en interdisant expressément de percevoir des rétrocessions de commissions dans le cadre ce conseil indépendant. L'enjeu est de taille puisqu'il affecte directement le PNB des acteurs concernés. Ceci a constitué un véritable séisme qui a donné lieu à des discussions âpres et difficiles, notamment des textes de niveau 1 et de niveau 2, pour maintenir la possibilité de percevoir des rétrocessions de commissions. C'est aujourd'hui chose faite avec une différenciation entre conseil en investissement indépendant par rapport à non indépendant. La principale caractéristique du conseil indépendant est l'existence d'éventail suffisamment

large et diversifié d'instruments financiers qui ne se limite pas aux produits du groupe ou des entités ayant un lien étroit avec le distributeur, même si le conseil en lui-même peut cibler certains instruments financiers puisqu'on se dit que l'offre dans certains domaines peut être un peu plus réduite.

La directive MIF II apporte une deuxième nouveauté qui là aussi a causé un véritable séisme dans les établissements, en renforçant l'information due au client dès lors qu'un service d'investissement est fourni. Le service de conseil en investissement devra faire l'objet de deux informations formalisées au client : une première sur la nature du conseil (indépendant ou non-indépendant), l'univers d'investissement, les coûts et charges, etc. D'une part, avant la fourniture du service au moyen d'une convention avec le client non-professionnel et, d'autre part, une fois le service rendu, grâce au rapport d'adéquation, et une seconde précisant le conseil en lui-même, la durée de ce conseil et surtout comment il répond aux objectifs et aux besoins du client. On peut ainsi apprécier la difficulté de produire ce rapport d'adéquation dans un environnement où domine l'immédiateté, ainsi de la banque en ligne.

Le service d'investissement dans les réseaux impose ainsi de faire des choix. Tout d'abord, décider de la nature du conseil (indépendant ou non-indépendant) sachant qu'on peut fournir un service de conseil indépendant sur certains produits et non-indépendant sur d'autres produits à un même client. Il est également possible de fournir un service de conseil indépendant pour un produit et non pour un autre, à un client et non à un autre. L'essentiel est qu'aucune ambiguïté ne doit exister du point de vue du client.

### Table ronde

Au regard de ce que la fourniture d'un conseil en investissement implique, la question peut se poser de savoir si l'offre de service doit être proposée. La réponse à cette question est loin d'être simple. Offrir ce service impose une formalisation avec une convention, un rapport d'adéquation et un suivi des produits afin de garantir leur adéquation au profil du client. Renoncer à offrir ce service, impose de s'assurer qu'à aucun moment une recommandation personnalisée ne sera donnée à un client, ce qui peut être tout aussi lourd à mettre en œuvre.

Cette dernière question rejoint la problématique liée au service de réception-transmission d'ordre (RTO). En effet, la directive MIF II précise qu'un prestataire de services d'investissement (PSI) doit évaluer l'adéquation entre les instruments financiers et les objectifs et besoins du client. Cela a beaucoup inquiété les établissements en laissant planer de grandes incertitudes sur l'avenir de la fourniture du service de RTO, car certains y ont vu une volonté du régulateur de remettre en cause de ce service ou, en tout cas, ne pas encourager ce qu'il avait cru discerner comme une incitation des banques à promouvoir celui-ci. Une obligation d'offrir un service de conseil en investissement en toutes circonstances aurait eu pour conséquence la disparition de la RTO. Nous ne savions pas comment faire.

Toutefois, et sous toute réserve parce que nous n'en sommes qu'au stade de projet, les derniers textes connus de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA – European Securities and Markets Authority), donc des textes de niveau 3, concernant la gouvernance produit, devraient préserver l'« intégrité » de la RTO. Dans le cadre de la gouvernance produit, il existera un marché cible défini par le producteur qu'on peut appeler « marché cible initial ». Si le producteur ne peut pas définir ce dernier, il est de la responsabilité du distributeur de le faire. Un second marché cible devra donc être défini par le distributeur, affiné, et ce, afin de garantir que le produit est distribué à la bonne clientèle. La définition affinée de ce marché cible par le distributeur, ne devrait plus être nécessaire dans le cadre de l'exécution simple. Et dans le cadre plus global de la RTO, ce marché cible ne prendrait en compte que la connaissance et l'expérience du client sur le produit.

**Stéphanie Saint-Pé :** Évoquons les contrôles d'adéquation (*Suitability*) et de correspondance au marché cible (*Appropriateness*). La directive MIF II n'impose-t-elle pas de revisiter ces deux concepts ?

**Marie-Thérèse Aycard :** Une plus grande clarté dans la fourniture des services d'investissement nécessite de mieux cibler les contrôles en fonction du service délivré. Alors, comment avons-nous travaillé dans le cadre des réflexions menées sur le guide d'implémentation au sein de notre groupe ? Dans un souci de clarté, nous avons repris les différentes étapes du parcours client et identifié quel type de contrôle doit s'appliquer en fonction de la situation, c'est-à-dire en distinguant l'entrée en relation, le moment de la recommandation si tant est qu'un conseil en investissement est prodigué et l'exécution de la transaction. Nous avons également distingué deux autres étapes qui sont l'éventuelle revue annuelle du compte en cas de conseil en investissement et les modifications du profil client qui peuvent intervenir périodiquement.

Nous avons beaucoup progressé car à l'origine, nous étions inquiets de voir apparaître de nouveaux contrôles dans le cadre de la gouvernance produit. Nous sommes aujourd'hui rassurés puisqu'il s'agit bien de compléter les contrôles d'adéquation (*Suitability*) et d'*Appropriateness*, que nous connaissons déjà, pour prendre en compte des nouvelles informations connues liées à la gouvernance produit. En d'autres termes et de façon concrète, le distributeur aura bien la responsabilité de la connaissance de ses clients. Il devra élaborer une matrice de correspondance entre ses critères client et les critères produit, ces derniers seront normés selon les nouvelles règles issues de la gouvernance produit. Ainsi, ce sont bien les *Suitability & Appropriateness* tests qui deviennent plus industriels et plus homogènes d'un distributeur à l'autre.

Les services d'investissement, sont associés à un compte. Au sein de chaque établissement, il faut se poser la question de l'articulation entre le compte et le client afin de gérer au mieux ces deux niveaux. Il faut rattacher les critères à un compte. Or, on aura souvent tendance à réaliser un questionnaire client mais un même client peut posséder plusieurs comptes avec des objectifs différents. Cela engendre une

complexité pour pouvoir ensuite déployer de façon harmonieuse les contrôles adéquats. Ce sont des questions qui préoccupent également les banques privées.

**Anne-Cécile Lugagne-Delpon :** Il existe effectivement des débats selon qu'il s'agit d'une banque privée ou d'une banque de détail. En banque privée, nous sommes déjà dans un processus de convention et de profil de risque de niveau compte. Nous avons une approche client pour toutes les questions d'ordre général (connaissance, expérience et patrimoine) mais nous avons introduit une notion de risque par compte puisque, dans la banque privée, on considère qu'un client va avoir plusieurs comptes avec des profils de risque différents. Cette spécificité française d'enveloppes avec des niveaux de risques intrinsèques différents, nous a plutôt conduits à une approche par compte, ce qui n'est pas le cas dans d'autres pays avec, dans la banque privée, des comptes d'instruments financiers partout, permettant ainsi plus facilement une approche globalisée des risques. Nous avons trouvé finalement que cette approche par compte du profil de risque, même si elle est un peu plus lourde à mettre en œuvre au départ, facilite ensuite un monitoring du risque, un suivi soit de la VaR, soit des moyennes pondérées. En revanche, au sein de la banque de détail, les clients ayant moins de comptes et d'une complexité financière moindre, il a été considéré préférable d'adopter une approche globale.

Lors de la mise en place de la directive MIF II, nous avons eu de longs débats avec nos confrères des banques de détail parce que nos clients sont pour beaucoup d'entre eux des anciens clients de la banque de détail. Dans ce cadre, avoir des approches différentes rend la mise en œuvre plus difficile. Les évolutions sont en cours, les textes ne laissent pas de choix. Mais, on s'aperçoit en conséquence que ceci va nous permettre de gérer les passages de la banque détail à la banque privée plus facilement.

Dans le cadre de la gouvernance produit, il faut être prudent quant aux règles de « gouvernance produits » car il ne faudrait pas aboutir à une approche restrictive en matière de conseil en investissement sur les produits proposés. La diversification est essentielle et nous devons

### Table ronde

pouvoir continuer à proposer des produits que le client ne connaît pas forcément. Dans le cas contraire, le risque est fort de se trouver en situation de « premier investissement » et le client, ne connaissant pas le produit, ne l'achètera jamais.

**Stéphanie Saint-Pé :** On évoque la gouvernance produit qui instaure un lien entre les deux maillons de la chaîne de distribution, c'est-à-dire entre le producteur et le distributeur. Sur ce sujet, l'AFTI travaille en collaboration avec l'Association Française de la Gestion financière (AFG), côté producteurs, et la Fédération bancaire française (FBF), côté distributeurs. Doit-on aller au-delà des six critères qui ont été définis et construire une norme ?

**Sylvie Bonduelle :** Oui, il existe un besoin de normalisation de ces critères. Pour mieux comprendre la gouvernance produit, les membres du groupe MIF II ont fait des parallèles avec le monde de l'industrie pharmaceutique ou, plus léger, celui de la confection.

Peut-être pourrions-nous reprendre ces comparaisons pour expliquer la nécessité d'une norme ? Nous avons tous en tête le mur de médicaments triés par « maladie cible » derrière le comptoir d'une pharmacie. De même, lorsque nous choisissons un vêtement, nous apprécions que la taille soit indiquée afin d'éviter des essayages inutiles. De la même manière, les produits financiers ont besoin d'une norme pour pouvoir proposer facilement le bon produit au bon client.

Mais est-ce suffisant ? Une taille 40 peut ne pas vouloir dire la même chose selon les fabricants. Il faut donc également que la norme soit la même d'un producteur à un autre. De même, elle doit être facilement utilisable. Revenons à notre pharmacien, il existe des médicaments qu'il ne peut distribuer sans ordonnance. Il faut qu'il puisse les détecter aisément sans devoir ouvrir la boîte et lire la notice.

Construire une norme commune et utilisable, c'est une affaire de concertation entre les producteurs et les distributeurs et c'est précisément l'objet des travaux menés entre les différentes associations. Car les produits concernés par cette nouvelle gouvernance sont nombreux. Bien sûr, on pense aux fonds tous les produits

structurés sont également concernés et, cela reste toutefois à préciser, les instruments financiers négociés sur un marché secondaire tels que les actions. Dans ce cas, s'il est établi que l'émetteur ne sera pas considéré comme le producteur, l'incertitude demeure sur qui le sera et comment il pourra assurer ce rôle dans le temps.

D'autre part, si nous parlons beaucoup du sens producteur vers le distributeur, il ne faut pas sous-estimer le sujet de la « remontée » d'informations (du distributeur au producteur). Ce retour d'expérience que le producteur va utiliser pour éventuellement modifier son marché cible ou sa stratégie de distribution, exige également une normalisation.

Précisons que nous sommes très satisfaits des travaux menés conjointement avec l'Association Française de la Gestion financière (AFG) : la fiche décrivant le marché cible ainsi que la stratégie de distribution prend corps. La dernière version devrait permettre de définir facilement le profil type du client à qui on peut proposer le produit et bien sûr celui du client à qui il est déconseillé de le proposer. Pour autant, il s'agit des profils type associés à un produit que le distributeur devra rapprocher de ses clients en intégrant les éléments connus de lui seul, à savoir la situation financière et les objectifs d'investissement. Ainsi un distributeur peut juger opportun de proposer à son client, pour des besoins de diversification, des produits même s'il n'est pas dans la cible de ces derniers. Il suffit que la dose soit homéopathique !

**Marie-Thérèse Aycard :** Il est important de prendre conscience qu'au niveau de la gouvernance produit, existent deux notions : d'une part le marché cible et d'autre part la stratégie de distribution. Cette nouvelle notion de stratégie de distribution vise à définir quels sont les services d'investissement qui permettent de distribuer ledit produit et quels sont les canaux de distribution recommandés. Au sein de notre groupe de travail, nous préconisons d'adopter un principe d'exclusion pour les canaux afin d'éviter d'établir une liste finie de tous les canaux possibles sur laquelle tout le monde devrait se mettre d'accord. Cette stratégie de distribution communiquée par le producteur, voire enrichie par le distributeur, devra entraîner de nouveaux contrôles permettant au distributeur d'alerter ou de bloquer, selon son choix,

le client qui aurait, par exemple, saisi un ordre dans le cadre d'un service de RTO sur un instrument financier qui ne peut être normalement délivré que via du conseil en investissement. À ce stade, c'est la façon dont nous comprenons l'articulation de cette composante novatrice de la gouvernance produit.

**Stéphanie Saint-Pé :** Nous allons aborder maintenant un autre thème traité dans le guide d'implémentation, celui de la transparence client en matière d'information. Quels sont les nouveaux reporting que les établissements devront mettre en œuvre pour satisfaire ces exigences de la directive MIF II ?

**Marie-Thérèse Aycard :** À nouveau, nous avons essayé d'apporter de la clarté sur ce sujet au sein de notre groupe de travail. Outre les modifications apportées au reporting des transactions (RDT), la directive MIF II introduit de nombreux nouveaux reporting.

Dans le cadre de la gouvernance produit, les distributeurs vont devoir communiquer aux producteurs sur la façon dont leurs produits sont distribués. Ces nouveaux échanges entre les distributeurs et les producteurs nécessiteront la création et la mise en place d'un nouveau reporting.

Mentionnons également l'information obligatoire à communiquer au client en cas de baisse de 10 % de la valorisation globale de son portefeuille mais aussi en cas de baisse de 10 % d'une position sur des instruments financiers à effet de levier détenue par celui-ci. Cette information doit se faire au plus tard à la fin du jour ouvrable ce qui paraît très difficile à mettre en œuvre, ainsi que semble en convenir le Régulateur.

Enfin l'information sur les coûts et les charges nécessitera des travaux lourds pour parvenir à répondre aux exigences de transparence de la directive MIF II.

**Nathalie Poux-Guillaume :** L'affichage des coûts et des frais (et les calculs nécessaires) est en effet l'un des points noirs de la directive MIF II pour les différents acteurs.

Les problématiques sont nombreuses et nous essayons aujourd'hui à travers les différents



### Table ronde

groupes de Place que ce soit au sein de l'AFTI ou de la Fédération bancaire française (FBF) de proposer et/ou d'adopter des positions communes.

Permettez-moi tout d'abord un petit rappel. Le producteur de ces informations est identifié : les informations sur les coûts et les frais doivent être produites par celui qui vend le produit ou le service. Il doit informer ses clients des coûts liés aux services d'investissement (conseil en investissement, exécution, etc.) et les informer de ceux liés à l'instrument financier. Les exigences d'affichage des frais en *ex ante* et de reporting des frais en *ex post* s'appliquent aux entreprises d'investissement (art. 45.3 et 45.4) si elles recommandent ou commercialisent des instruments financiers et si elles communiquent au client le DIC1 des instruments financiers concernés. Les conservateurs teneurs de compte peuvent donc être concernés soit directement dans le cadre de la fourniture de services d'investissement au sens de directive MIF II (réception-transmission d'ordre – RTO ou conseil en investissement, etc.), soit indirectement dans le cadre de services offerts à leurs entreprises d'investissement clientes. Nous connaissons également les destinataires de ces informations. Les informations doivent être transmises aux clients particuliers, clients professionnels et aux contreparties éligibles sous forme *ex ante* et *ex post* selon une périodicité a minima annuelle. Il n'est toutefois pas encore déterminé si cette périodicité annuelle doit respecter un calendrier d'année civile (31 décembre) ou la date anniversaire de l'entrée en relation.

Nous sommes conscients qu'il est impossible de raisonner uniquement en fonction de la directive MIF II sur ce sujet. En effet, l'affichage des coûts et des frais doit également être regardé à la lueur du règlement sur les produits d'investissement (PRIIPs), autre sujet d'actualité avec une échéance beaucoup plus proche puisqu'il faudra être prêt pour décembre 2016. Malgré une levée de boucliers de la part des acteurs concernés, le Parlement européen semble refuser tout report de son entrée en vigueur. Pourtant, le Parlement convient que les *Regulatory Technical Standards* (RTS), publiés les 7 avril 2016, sont peu précis et que les règles sont très complexes à mettre en œuvre. Notons qu'il a souhaité recevoir des suggestions de modification (en vue d'un allègement poten-

tiel dans les nouvelles publications attendues cet été).

En réalité, l'espérance d'un alignement quant aux informations à fournir entre les différentes réglementations (directive OPCVM 5, règlement PRIIPs, directive MIF II) a été déçue. Le seul alignement entre les textes est bien sur le thème de la complexité !

Sur la base des textes publiés à ce jour, les discussions de place ont permis de déterminer et de travailler sur des catégories de frais au niveau des services d'investissement comme des instruments financiers (*one off costs & charges, on going costs & charges, costs related to transactions, charges related to ancillary services et incidental costs*). Le problème réside toutefois dans le fait qu'il n'existe pas de liste détaillée des frais à prendre en compte pour chaque catégorie. Nous avons parfois l'impression que certains frais, ainsi des *management fees*, sont intégrés dans deux catégories différentes.

Qu'il s'agisse de la directive MIF II ou du règlement PRIIPs, le véritable souci concerne les frais de transaction. Dans le cadre du règlement PRIIPs, le calcul des coûts de transaction requiert des données de marché et non compatibles avec pour chaque transaction un historique de trois ans.

La décision du report de la date d'entrée en vigueur de la directive MIF II n'a malheureusement pas été suivie de nouveaux éléments qui concernent ce sujet des coûts et frais. Cela reste problématique car nous sommes contraints à avancer, parfois de façon incertaine, notamment en ce qui concerne de lourds, et coûteux, développements de nos systèmes.

**Stéphanie Saint-Pé :** Nous n'avons pas encore abordé les sujets majeurs que sont les *inducements* et les enregistrements. Où en sommes-nous aujourd'hui ?

**Marie-Thérèse Aycard :** Ce sont deux sujets historiques qui eux aussi ont fait couler beaucoup d'encre, mais les choses sont désormais claires. En ce qui concerne les enregistrements, les règles sont moins contraignantes qu'on aurait pu le craindre puisque seuls les collaborateurs habilités à prendre des ordres ont l'obligation d'être enregistrés et cela quel que

soit l'échange. Cette obligation va donc bien au-delà de la simple prise d'ordre. Les établissements peuvent donc avancer sur le sujet et lancer les travaux de mise en œuvre même si des interrogations subsistent quant à l'enregistrement de certaines conversations internes et à la durée d'archivage.

En ce qui concerne les *inducements*, les règles ont été également clarifiées. Il est important de préciser qu'en matière d'*inducements*, ce ne sont pas trois mais cinq services d'investissement qu'il faut identifier. En effet, il faut tout d'abord scinder le service de réception-transmission d'ordre (RTO) avec d'un côté la RTO simple et, de l'autre côté, la RTO à valeur ajoutée. Il est également nécessaire de distinguer le service de conseil en investissement indépendant du conseil en investissement non indépendant. Enfin, un cinquième service correspond à la gestion sous mandat (GSM). Cette étape doit permettre aux systèmes d'information (SI) de distinguer, au niveau des positions quel a été le service d'investissement d'origine, ce qui n'est pas toujours très simple.

**Stéphanie Saint-Pé :** Après avoir passé en revue les principaux thèmes de la directive MIF II, abordons les impacts pour les différents acteurs, en commençant par les distributeurs.

**Carole de Gaulle :** Les impacts sont évidemment majeurs compte tenu de l'ampleur du projet. Le premier point important à retenir est la responsabilité totale du distributeur face au client et ce malgré les interactions avec d'autres parties prenantes comme les producteurs, les teneurs de compte, les brokers, etc.

Le deuxième point est la diversité des sujets. En ce qui concerne la protection des investisseurs, ils sont tous importants qu'il s'agisse de la gouvernance produit qui représente une nouveauté de la directive MIF II, de l'information sur les coûts et les charges ou des enregistrements téléphoniques dont la mise en œuvre, notamment dans les réseaux, représente un défi qui n'est pas aussi simple à relever qu'il y paraît. À cela s'ajoutent les nouvelles obligations qui modifient profondément le service de conseil en investissement avec non seulement des choix stratégiques mais aussi des développements informatiques significatifs.

### Table ronde

Et, dernier point, au niveau des banques de réseau: la nécessité d'industrialiser le déploiement de toutes ces nouvelles méthodes auprès de l'ensemble des forces commerciales avec une refonte de tous les processus de vente. Je souhaite également mentionner les impacts sur les systèmes d'information (SI) et les évolutions juridiques qui mobiliseront les services juridiques afin de mettre en place les conventions. Sans compter une organisation et une formalisation plus exigeantes, par exemple en ce qui concerne des produits plus nombreux qui seront étudiés par les comités Nouveaux Produits, etc.

Cette année de report est la bienvenue. Il s'agit toutefois d'un minimum qui risque toutefois de n'être pas suffisant pour que MIF II soit totalement opérationnelle dans les banques de réseau.

**Stéphanie Saint-Pé:** Quid des banques privées ?

**Anne-Cécile Lugagne-Delpon:** Les enjeux sont semblables, en particulier pour les banques privées adossées à des grands réseaux avec quelques points spécifiques.

L'interdiction des rétrocessions perçues dans le cadre de la gestion sous mandat aura des conséquences directes sur le PNB et probablement sur la structure des offres parce qu'effectivement en fonction du type de mandat proposé (mandat investi en OPCVM ou mandat investi en titres vifs), l'impact n'est pas tout à fait le même. Un impact non seulement sur la structure des offres mais aussi sur la manière dont elles sont proposées avec des enjeux de tarification pour l'ensemble des banques privées. En matière de conseil en investissement, nous risquons également d'assister à une segmentation plus marquée des offres avec plus ou moins de valeur ajoutée comme des accès ou non à des conseillers experts. Un effet donc sur la segmentation des offres et, avec des enjeux de tarification.

En effet, le maintien de rétrocessions dans le cadre du conseil non indépendant, ne signifie pas pour autant que le marché évoluera probablement évoluer en termes de produits et de sous-jacents, avec en particulier le développement des parts non chargées ou des *Exchange Traded Funds* (ETF).

L'un des enjeux sera de conserver des parcours clients les plus fluides possible malgré une complexification croissante qui comprendra du conventionnement, du profilage, des documents physiques, des *suitability tests* que l'on faisait déjà, mais qui devront être formalisés et restitués aux clients.

Plus généralement, tous les impacts induits par la directive MIF II auront un coût très significatif qui devrait relever les barrières à l'entrée pour un certain nombre d'acteurs qui devront probablement se rapprocher pour absorber tous ces coûts ou qui augmenteront les seuils pour maintenir des niveaux de rentabilité avec pour inconvénient de voir certains clients exclus du conseil comme on l'a vu sur d'autres marchés. Cela peut également entraîner une disparition, ou tout au moins une diminution, de l'architecture ouverte dans certains cas. Il faut rester vigilant pour que cela ne se produise pas.

**Stéphanie Saint-Pé:** La directive MIF II pour un *Asset servicer* ?

Nathalie Poux-Guillaume: En ce qui concerne la protection des investisseurs, nous sommes surtout impactés à travers nos clients puisque nous avons très peu d'investisseurs en direct (si ce n'est sur l'activité de réception-transmission d'ordre – RTO).

CACEIS ayant une clientèle essentiellement institutionnelle, nous ne sommes pas concernés la partie de la problématique retail évoquée précédemment (catégorisation des clients, stratégie de distribution, etc.).

Toutefois, la protection de l'investisseur ne se limite pas à la gouvernance produit ni à l'information sur les coûts et frais ou sur les instruments financiers. Elle prend également en compte tout ce qui concerne les rémunérations, les règles d'organisation (fonction conformité, réclamations, dispositifs d'alertes, gestion des conflits d'intérêts, protection des avoirs, etc.) et le reporting des transactions.

Sur notre activité historique de banque dépositaire, la directive sur les exigences de fonds propres (CRD 4) est une réalité forte. Nous identifions les éventuels écarts entre cette dernière et la directive MIF II, en ce qui concerne les sujets de gouvernance et de rémunération et,

point essentiel compte tenu de notre dimension internationale, nous nous assurons, de l'application harmonisée de ces directives et règlements.

Ainsi que bon nombre d'*Asset Servicers*, notre activité ne se limite toutefois, pas à la conservation. Ainsi, en ce qui concerne l'activité de réception-transmission d'ordre (RTO) et d'exécution, nous compléterons notre politique de sélection et d'exécution pour répondre aux exigences de la directive MIF II. Nous interdisons d'ores et déjà l'utilisation d'un téléphone portable pour la prise d'ordres. Sur les matières premières, nous mettons en place des limites de positions fixées pour chaque contrat dérivé sur matières premières (article 57, d). Cela concerne aussi les rapports sur les positions par catégorie de détenteurs (article 58, d). De même pour les procédures de gouvernance produit mises en œuvre par notre filiale SGP.

Plus globalement, nous considérons que nous avons un important rôle à jouer pour aider nos clients à se conformer à la réglementation. Cela concerne le reporting des transactions (RDT) dont le périmètre est plus large l'augmentation importante du nombre de données obligatoires, et les évolutions concernant le type d'entité soumis à l'obligation de reporting. En termes de service, relevons que certains clients *brokers* nous sollicitent pour la prise en charge leurs reporting dans la continuité de ce que nous assurons depuis la mise en œuvre de la directive MIF I.

En ce qui concerne les coûts et les frais, nos clients nous ont clairement demandé de les aider sur ce sujet et nous y travaillons en lien avec les exigences du règlement sur les produits d'investissement (PRIIPs).

La partie *ex ante* sera vraisemblablement satisfaite chez les *Asset Managers* en prenant en compte la rotation du portefeuille, des frais estimés, etc. L'*ex post* pourrait être établie sur la base des informations fournies par l'*Asset Servicer*.

Notre offre concernant la connaissance du client des sociétés de gestion évolue également, cela concerne le registre des investisseurs, en France comme à l'étranger, ainsi que le marquage des ordres. L'objectif est de proposer un *mapping* investisseurs/produits à nos clients *Asset mana-*

### Table ronde

gers qui pourront ainsi mieux cibler leurs clients et être en conformité avec MIF.

**Stéphanie Saint-Pé:** Sylvie, comment caractériseriez-vous la manière dont, un groupe comme la Société Générale se prépare à MIF II ?

**Sylvie Bonduelle:** Sensiblement, de façon similaire à tous les établissements qui doivent répondre au défi que représente la directive MIF II.

La Société Générale a choisi une structure projet « groupe » avec une supervision au plus haut niveau et une coordination centrale incluant les filiales et toutes les implantations locales concernées. Afin de souligner deux points sur le projet MIF II tel qu'il est appréhendé à la Société Générale, je citerais l'important travail de sensibilisation qui a permis de toucher un public très large (300 à 400 personnes) ainsi que la phase d'analyse d'impact qui s'appuie sur une forte expertise interne et se traduit par des ateliers animés par les experts. Ces ateliers visent à assister les entités du groupe à identifier les adaptations à mener car, il faut le rappeler, la directive MIF II n'est pas un nouveau texte, la directive MIF II c'est la directive MIF I avec des ajouts, des retraites, des modifications. Dès lors, une des premières tâches à réaliser est de déterminer les évolutions.

Quelle que soit l'organisation retenue, je crois que l'important est de ne pas sous-estimer

l'impact de ces nouveaux textes, de bien comprendre leur portée sur l'ensemble de nos activités mais aussi sur celle de nos clients. Je pense que ceux-ci attendent de nous une assistance dans leur processus d'adaptation, grâce à un partage de nos réflexions et expériences.

Heureusement, nous bénéficions sur le marché parisien d'un élément spécifique et positif. Je le qualifie de méthode du « réfléchir et avancer ensemble ». Les acteurs de la Place sont en effet suffisamment murs et responsables pour, toute considération de concurrence mise à part, se réunir pour une mise en commun des compétences et des connaissances. Ceci est rendu possible grâce aux groupes de travail permanents ou créés spécifiquement pour l'occasion au sein des associations, mais aussi aux relations entre les associations ou bien encore celles avec les autorités de tutelle.

Je vois au moins trois bénéfiques à une telle démarche car même pour un grand groupe tel que la Société Générale, « avaler et surtout digérer » l'ensemble de la directive MIF II représente un défi. Le premier est de pouvoir confronter son interprétation des textes avec celle des autres établissements. Le second est un partage le travail en tirant parti des compétences particulières de chacun pour dégager une première analyse avant de discuter avec ses confrères. Cela est vrai au niveau des associations professionnelles, et entre elles. Ainsi l'AFG, l'AFTI et l'AMAFI ont chacune pris l'initiative sur

une partie du texte de la directive MIF II et ont accepté de partager leur analyse avec les autres associations. Le résultat de cette organisation vertueuse se traduit par le 3<sup>e</sup> avantage à mes yeux : la capacité de construire et de soutenir des positions communes de l'industrie au bénéfice de tous les acteurs.

Selon le cas, le livrable s'appelle guide d'implémentation (directive MIF II), *white paper* (taxe sur les transactions financières – TTF) – car cette approche n'est pas propre à la directive MIF II – ou encore pratiques de marché (pour T2S) et si je souhaitais signaler ce dernier exemple c'est qu'il a été présenté à des associations telles que l'Association for Financial Markets in Europe (AFME) ou l'International Capital Market Association (ICMA). Une illustration de la capacité d'exportation de nos convictions !

**Stéphanie Saint-Pé:** À la question initiale de savoir si le report de la date d'entrée en vigueur de la directive MIF II est une bonne ou une mauvaise nouvelle, nous répondrons donc qu'il s'agit une bonne nouvelle puisque nous disposons ainsi de plus de temps, et ce, même si effectivement, le travail de la Place est encore à ce jour handicapé par certaines lacunes en matière de textes. Formons donc le vœu que cela sera rapidement résolu de façon à ce que ce temps gagné soit mis à profit dans les meilleures conditions. ■

## Question de la salle

*En ce qui concerne les enregistrements, il a été indiqué que seuls les collaborateurs habilités à prendre des ordres feraient l'objet d'enregistrement. Cette obligation s'applique-t-elle également lorsque ces collaborateurs utilisent un téléphone portable ?*

**Marie-Thérèse Aycard:** Les obligations relatives aux enregistrements s'appliquent également aux échanges par téléphone portable. Si un collaborateur utilisant son téléphone por-

table se trouve dans une situation qui nécessite un enregistrement, il faudra être vigilant et passer des accords avec les opérateurs téléphoniques pour être en capacité d'enregistrer comme cela est le cas aujourd'hui au Royaume-Uni.

Par ailleurs, un collaborateur habilité à prendre des ordres ne peut pas avoir d'échanges avec son téléphone portable qui ne soient pas enregistrés.

Le débat d'origine portait sur l'enregistrement des échanges dans le cadre d'un conseil. Cette obligation a été levée tout simplement parce que le suitability report fait office de mémoire de l'échange. Cela apparaît comme une bouffée d'oxygène pour une obligation qui reste cependant complexe à mettre en œuvre.

# MIF II et structure des marchés

**Emmanuel de Fournoux**

Directeur des activités de marchés,  
AMAFI

Précisons que les travaux relatifs à la structure de marché sont moins avancés en matière de textes de niveau 2 et surtout de niveau 3 que ceux relatifs à la protection des investisseurs. S'agissant de la structure de marché, nous disposons par ailleurs de certains textes particulièrement peu clairs qui présentent en effet de sérieuses faiblesses quant à leur cohérence. Nous restons également dans l'attente d'un certain nombre de *Regulatory Technical Standards* (RTS), en particulier le RTS 2 concernant le régime de transparence sur les instruments autres que les actions ou instruments assimilés (*non equity*) qui est en cours de discussion entre l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et la Commission européenne. Enfin, nous n'avons pas encore entamé de dialogue constructif avec le régulateur sur un certain nombre de questions de niveau 3 pour lesquelles des réponses sont déterminantes pour mettre en œuvre la directive MIF II sachant que non seulement l'ensemble des acteurs concernés devra être prêt mais aussi synchronisé conformément aux exigences du RTS 25.

## Déclaration au régulateur : très fort alourdissement des exigences

C'est le sujet probablement le plus avancé en matière d'information. Il est traité au sein d'un sous-groupe commun avec l'AFTI parce qu'une des grandes innovations de ce mécanisme de déclaration au régulateur consiste en ce qu'il est étendu à l'ensemble des acteurs de la chaîne d'exécution, impactant ainsi l'établissement transmetteur d'ordres dans le cas où il ne fournit pas toutes les informations déclarables (notamment concernant le client final) au maillon suivant de la chaîne d'exécution.

Une autre innovation est l'élargissement du périmètre des instruments et des transactions déclarables puisque doivent être déclarées toutes les transactions, et notamment celles portant sur des instruments financiers dont le sous-jacent est négocié sur une plateforme de négociation en Europe.

Les informations à déclarer sont plus nombreuses (64 champs déclaratifs contre 25 auparavant) avec une attention spécifique

portée à l'identification des clients personnes morales (*Legal Entity Identifier* – LEI) et physiques françaises (code CONCAT) mais aussi à l'identification de la personne responsable de la décision d'investissement et de l'exécution de la transaction. Un champ nouveau est prévu pour permettre le marquage des transactions de ventes à découvert.

Les déclarations devront être transmises aux autorités nationales compétentes (ANC) soit directement, ou par le biais de mécanismes de déclarations agréés (APA). Le mécanisme de déclaration au régulateur est simplifié pour les succursales des prestataires de services d'investissement (PSI) européens puisque toutes les transactions effectuées pourront être déclarées à la seule l'autorité compétente du pays d'origine de celui-ci.

En ce qui concerne le niveau 3, nous sommes dans l'attente des précisions sur toutes ces questions dans des orientations de l'ESMA (*Guidelines*) sur lesquelles l'industrie a été consultée en décembre 2015. Selon certaines sources, ces orientations devraient être publiées à la rentrée de septembre 2016. Les établissements pourraient alors disposer d'éléments pour mettre en œuvre ce mécanisme de déclaration au régulateur même si des interrogations techniques et concrètes resteront en suspens au sein de la chaîne d'exécution.

## Meilleure exécution : principe et arrangements organisationnels

La directive MIF II ne modifie pas fondamentalement les grands principes de la directive MIF I en matière de politique de meilleure exécution. Les obligations sont des obligations de moyens avec la mise en œuvre d'une politique d'exécution qui doit être approuvée par le client et qui consiste à « prendre toutes les mesures suffisantes pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour ce dernier compte tenu du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille, de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative

à l'exécution de l'ordre ». Les prestataires de services d'investissement (PSI) ont l'obligation de démontrer que les ordres de leurs clients ont été exécutés conformément à la politique d'exécution permettant d'obtenir le meilleur résultat possible. Ils n'ont pas réglementairement l'obligation de leur prouver qu'ils ont obtenu le meilleur résultat possible à un instant donné. Néanmoins, ils doivent s'assurer que le dispositif mis en place permet avec une grande probabilité d'obtenir ce meilleur résultat possible.

Nous retrouvons donc dans la directive MIF II l'obligation pour les prestataires de services d'investissement (PSI) d'établir et de mettre en œuvre une politique d'exécution, d'informer sur les différentes plateformes et les facteurs qui influencent le choix de la plateforme et de respecter les instructions spécifiques de leurs clients. Le consentement préalable exprès des clients doit être obtenu avant de procéder à l'exécution de leurs ordres en dehors d'un marché réglementé (MR) ou d'un système multilatéral de négociation (ou MTF). Les PSI doivent surveiller et évaluer périodiquement la politique d'exécution. Il s'agit donc de principes proches de ceux de la directive MIF I.

Quant aux textes de niveau 2, là aussi ils n'apportent pas de grandes nouveautés. Parmi ces nouveautés, la première concerne les lieux d'exécution à considérer qui, outre les marchés réglementés (MR), les systèmes multilatéraux de négociation (ou MTF) et les internalisateurs systématiques (IS), comprennent désormais les systèmes organisés de négociation (ou OTF), les teneurs de marché et autres fournisseurs de liquidité.

Les informations sur la Politique d'exécution doivent expliquer clairement et de façon détaillée comment les ordres sont exécutés. Tous les clients doivent recevoir, avant la fourniture du service, ces informations détaillées sur la politique d'exécution. La nouveauté par rapport à la directive MIF I, tient au fait que la directive MIF II prévoit d'informer les clients non seulement sur les volumes mais aussi sur la qualité

### MIF II et structure des marchés

d'exécution obtenue des cinq premières plateformes d'exécution utilisées (reporting annuel). Ces informations devront être présentées par classe d'instruments financiers, avec une distinction entre ordres exécutés pour le compte de clients particuliers et ceux exécutés pour le compte de clients professionnels. Ce classement devra prendre en compte les ordres exécutés sur des lieux d'exécution par des internalisateurs systématiques (IS), des teneurs de marché ou des fournisseurs de liquidité, ce qui n'est pas sans poser de problèmes.

Autre nouveauté en matière de meilleure exécution, la publication par les plateformes d'informations relatives à la qualité sur les lieux d'exécution. Ce qui pose problème ici, est la masse des données à fournir dont on pourrait légitimement se demander si elles sont toutes utiles. Ces informations devront être fournies trimestriellement. Le format et le contenu du reporting sont encadrés par le RTS 27. Pour les instruments soumis à une obligation de négociation, les plateformes concernées sont les marchés réglementés (MR), les systèmes multilatéraux de négociation (ou MTF) et les systèmes organisés de négociation (ou OTF), c'est-à-dire les plateformes de négociation (*trading venues*). Pour les instruments non soumis à une obligation de négociation, tous les lieux d'exécution sont concernés. Cela s'applique donc aux plateformes de négociation, aux internalisateurs systématiques (IS) ainsi qu'aux teneurs de marchés et aux fournisseurs de liquidité.

#### Rémunération de la recherche : des règles à préciser lors de la transposition

La rémunération de la recherche est un des sujets de préoccupation majeure dans la mesure où la directive MIF II considère que cette rémunération de la recherche par les gérants de portefeuille est un *inducement*. Pour ne pas être considérée comme un *inducement*, deux modes de financement sont possibles : soit un financement direct par la société de gestion, soit un financement via un compte de paiement de recherche (*research payment account* ou RPA), lequel peut être géré par une société tierce. Le gérant doit établir un budget *ex ante* et obtenir l'accord du client sur le budget affecté à son portefeuille. Ce budget ne doit pas être lié aux volumes de transactions.

Plusieurs réflexions sont en cours sur la définition de la recherche, le fonctionnement du budget recherche et la possibilité d'utiliser des contrats de commissions partagées.

La question de l'application de ces règles à la recherche obligatoire reste toutefois entière, compte tenu du modèle économique fondamentalement différent pour cette classe d'actifs. En effet, la recherche obligatoire n'est actuellement pas rémunérée.

#### Questions de niveau 3

Un certain nombre de sujets restent en suspens. Ils concernent tout d'abord la qualification de certaines plateformes. Au sein de l'AMAFI, certains adhérents négocient à la voix sur certains marchés obligataires corporate. S'il ne fait aucun doute qu'en matière de transparence *post trade*, les transactions qui seront effectuées devront être reportées, les choses sont plus compliquées en matière de transparence *pre trade*. Dans le cadre de la directive MIF II, est-ce que ces acteurs vont pouvoir continuer à exercer leur activité ou est-ce qu'ils vont devoir se transformer en internalisateurs systématiques ? Peut-être pas nécessairement, mais peut-être en systèmes multilatéraux de négociation (MTF) ou en systèmes organisés de négociation (OTF) ? Si de son côté, le régulateur français semble pouvoir admettre que ces acteurs pourront continuer à fonctionner comme aujourd'hui, en tout cas pour des obligations corporate peu liquides, le régulateur anglais semble considérer qu'ils devront se transformer en systèmes multilatéraux de négociation (ou MTF) ou en systèmes organisés de négociation (OTF). Cette question se pose également pour les systèmes de demande de prix *Request for Quote* (RFQ). Ces systèmes sans carnet d'ordres doivent-ils continuer à fonctionner en dehors de toute qualification MIF II ?

Un certain nombre de sujets concerne le régime des internalisateurs systématiques (IS). La directive MIF II étend le régime des internalisateurs systématiques (IS) aux instruments assimilés à des actions et aux instruments autres que des actions. Elle complète la définition qualitative de l'internalisateur systématique (IS) par des critères quantitatifs pour déterminer la façon fréquente, systématique et substantielle. Le caractère volontaire du régime actuel explique

en grande partie le faible nombre d'entreprises d'investissement, une douzaine environ, actuellement enregistrées en tant qu'internalisateur systématique (IS). La première difficulté consiste à calculer les seuils entraînant la qualification comme internalisateur systématique et notamment les informations à prendre en compte à la fois au numérateur et au dénominateur. Au dénominateur, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) doit communiquer l'ensemble des transactions réalisées sur un instrument financier donné en Europe à partir des données recueillies par les dispositifs de publication agréés (APA) qui ne seront mis en place qu'après l'entrée en vigueur de la directive MIF II. La seconde difficulté rencontrée tient à la qualification comme internalisateur systématique (IS) selon les instruments financiers c'est-à-dire instrument par instrument pour les actions, par émetteur pour les obligations selon l'interprétation des textes qui en est faite aujourd'hui et par classe d'actifs dont on suppose qu'elles seront celles définies dans le RTS de transparence pour les dérivés.

Enfin, trois questions clé pour la structure des marchés concernent les dérivés OTC. La première question concerne l'attribution d'un code ISIN pour les contrats de dérivés puisque les textes de niveaux 2 prévoient une obligation de doter d'un code ISIN (RTS 13, art. 3) tout instrument avant qu'il ne soit traité pour la première fois sur une plateforme de négociation ou un internalisateur systématique (IS). Cette obligation existe déjà pour les dérivés listés dans le cadre du règlement sur les abus de marché (dit règlement MAR). Si la généralisation du code ISIN ne pose pas de difficultés majeures pour les dérivés listés, les choses sont beaucoup plus compliquées pour les dérivés OTC. Chaque contrat de dérivé est-il un nouvel instrument financier du point de vue de la codification ISIN ? Selon la réponse qui sera apportée à cette question, le mécanisme pourrait ne pas fonctionner en raison d'une multiplication peu gérable des codes ISIN.

La deuxième question est de savoir si la qualification définie par « négocié sur une plateforme de négociation » (*traded on a trading venue* ou TOTV) est déterminée au niveau de l'instrument.

La troisième et dernière question concerne le

### MIF II et structure des marchés

régime d'internalisateur systématique qui est déterminé au niveau de la classe d'actifs. Ce statut ne s'applique-t-il qu'aux instruments négociés sur une plateforme de négociation (*traded on a trading venue* ou TOTV) ?

Deux solutions paraissent plus adaptées : premièrement considérer que seuls les instruments effectivement négociés sur une plateforme de négociation ont la qualification de *traded on a trading venue* et deuxièmement que la qualité d'internalisateur systématique (SI), s'acquiert, même par classe d'actifs, uniquement pour les dérivés, qui sont par ailleurs *traded on a trading venue* mais en revanche, la qualification n'est pas acquise en ce qui concerne les dérivés OTC qui appartiendraient à cette classe. ■

## Conclusion

Stéphane Giordano, *Président, AMAFI*

MIF II est sujet d'actualité, et d'importance pour les établissements, pour les associations professionnelles, pour la Place de Paris mais aussi pour les marchés financiers européens dans leur ensemble. La directive MIF II et le règlement MIFIR qui concernent un périmètre extrêmement large, visent des objectifs qui sont à la fois très ambitieux et très variés. On peut catégoriser ces objectifs. Le premier objectif est d'accroître la protection des investisseurs au travers d'un certain nombre de dispositions qui s'articulent autour des *inducements*, de la meilleure exécution, de la gouvernance produit. Le deuxième est d'accroître la transparence sur les ordres et les transactions sur les actions déjà encadrée par la directive MIF I et d'exporter cette transparence aux autres instruments financiers; d'améliorer la structure des marchés avec l'introduction de nouvelles contraintes, notamment la création d'une nouvelle catégorie de plateforme organisée (*Organised Trading Facility – OTF*), et la clarification de la définition d'internalisateur systématique (IS) reposant sur des critères objectifs. Le troisième objectif est enfin de garantir aux autorités une meilleure faculté d'exercer leur surveillance à travers notamment des obligations de reporting renforcées.

Je ne reviendrai pas sur ces différents objectifs ni sur les moyens qui ont été choisis. Je ne reviendrai pas davantage sur certaines insatisfactions qu'on peut avoir quant au contenu de certains textes, que ce soit l'inclusion au forceps de certains sujets, notamment, par exemple, le fait de considérer la recherche comme un *inducement*, ou que ce soit les effets potentiellement contre-productifs de certaines dispositions sur l'équilibre entre la transparence et la liquidité des marchés, dont on peut parfois penser que la perturbation n'a pas été forcément bien mesurée. À l'inverse, certaines dispositions sont absentes ou auraient gagné à être renforcées. À cet égard, on peut regretter l'absence d'un système de collecte générale des données de marché (*consolidated tape*) pour en faciliter l'exploitation comme cela existe aux États-Unis. Je vais plutôt m'efforcer de brosser un tableau de ce que peuvent être en l'état des textes, c'est-à-dire en prenant comme des données les textes de niveau 1 et 2, les interactions entre les établissements, les associations et les

autorités pour essayer de mettre à profit aussi efficacement que possible les dix-huit mois qui nous séparent de l'entrée en vigueur de la directive MIF II.

En premier lieu, il revient aux établissements d'engager un certain nombre de chantiers dont on a souligné la lourdeur. En faisant abstraction des contraintes organisationnelles et budgétaires qui sont évidemment prégnantes, les établissements peuvent se heurter à des difficultés de trois natures différentes.

La première nature de ces difficultés est endogène pour chaque établissement. Elle est typiquement liée aux doutes quant à la qualification de certaines activités et aux orientations que l'établissement doit choisir. *Au vu de mon activité, serai-je, ou non, catégorisé comme un internalisateur systématique (IS)? Si j'exerce une activité de « dark trading », c'est-à-dire sans transparence pré-négociation, ai-je un intérêt à structurer mon activité sous forme de système multilatéral de négociation (SMN) et cette option me permettra-t-elle d'atteindre l'équilibre économique? Ai-je plutôt un intérêt à exercer une activité de conseil en investissement indépendant ou non-indépendant en matière d'image par rapport aux effets économiques qui en résultent? Devrai-je financer ma recherche directement sur mes fonds propres ou via un compte de paiement de recherche (research payment account – RPA) lorsque je suis une société de gestion?* Toutes ces questions forment un premier niveau de difficultés pour les établissements.

Plus tôt, ont été évoquées la complexité des projets et la nécessité d'avoir une phase de recette. Le deuxième type de difficultés est lié à la dépendance vis-à-vis des tiers, qu'il s'agisse des marchés ou des plateformes de négociations et des dispositifs de publication agréés (APAs) qui doivent fournir leurs spécifications, mais aussi à la dépendance vis-à-vis des données. La question se pose de savoir à quel moment nous pourrions finaliser spécifications nécessaires pour la conduite des projets et les données efficaces pour effectuer un certain nombre de calculs. Nous ne savons pas, non plus à ce jour, qui seront ces fournisseurs d'informations. Toutes ces incertitudes

nous conduisent à élaborer des hypothèses et accepter des approximations.

La dernière nature de ces difficultés pour les établissements réside dans les incertitudes qui persistent quant à l'interprétation de certains points des textes avec des sujets parfois extrêmement profonds comme la définition même de ce que sont les instruments financiers. Les textes ont pourtant pour objet de préciser le périmètre des instruments financiers. Une partie du périmètre est claire. En effet, s'il s'agit d'une action ou d'un contrat dérivé, on sait dire qu'il s'agit d'un instrument financier. S'il s'agit d'une opération de Forex spot, qu'il s'agit sans aucun doute d'un moyen de paiement et non d'un instrument financier. Concernant deux obligations, il est facile de s'il s'agit, ou non, du même instrument financier. En revanche, quels critères retenir pour qualifier deux contrats dérivés et dire qu'ils constituent un même instrument financier? Doit-on avoir une parfaite identité ou une simple similarité entre les deux contrats? Peut-on considérer une simple similarité comme satisfaisante au vu des différentes réglementations financières? C'est un point extrêmement important qui n'a pas été traité, ce qui n'est pas sans conséquence. Si on considère en effet que deux contrats dérivés qui se ressemblent, constituent le même instrument financier, un grand nombre d'instruments seront dans le périmètre de la directive MIF II sitôt que l'un des contrats dans la famille aura été traité sur une plateforme, et l'ensemble des contrats dans la famille seront soumis à des contraintes extrêmement lourdes. Inversement, si on considère qu'un nouveau contrat dérivé OTC par définition n'est pas identique aux contrats qui l'ont précédé, sauf à de très rares exceptions, une large part des dérivés OTC ne sera pas dans le champ d'application de la directive. Cette interprétation simplifierait évidemment la tâche des acteurs mais pourrait être vue comme insatisfaisante quant au respect des principes qui ont présidé à la définition de la directive MIF II. Nombreuses sont les questions d'interprétation comme celle-ci qui peuvent être paralysantes pour la définition des projets.

Si on reprend ces trois natures de difficultés, pour ce qui est de la première de ces difficultés on parle essentiellement de choix de business

## Conclusion

model, parfois de choix stratégiques, qui sont essentiellement entre les mains des établissements. Chaque établissement doit trouver son propre chemin en prenant en compte ses propres spécificités mais aussi ses propres enjeux commerciaux. Il est assez vraisemblable que l'intérêt d'un établissement sera peut-être de définir des périmètres cohérents sur lesquels il serait internalisateur systématique (IS) et au contraire, de s'attacher à ne pas être internalisateur systématique (IS) sur d'autres segments pour lesquels il considérerait qu'il n'y a aucun avantage particulier à subir les contraintes liées à ce statut.

Pour ce qui est de la deuxième de ces difficultés, la dépendance vis-à-vis des tiers, il semble qu'une fois les sujets remontés par les établissements, la coordination entre les associations représente le facteur critique de succès dans les dix-huit mois qui restent. Pour quelle raison ? Simplement parce qu'on peut établir un dia-

logue mais ce dialogue sera d'autant plus efficace qu'il permettra de concentrer les contacts, par exemple, entre les acteurs du *buy side* et ceux du *sell side*, entre les établissements et les prestataires informatiques, etc. À cet égard, on ne peut que se féliciter de l'étroitesse et de l'efficacité des relations entre l'AMAFI et l'AFTI et en faire un exemple à suivre.

En ce qui concerne la dernière difficulté relative aux points d'interprétation, il s'agit probablement du sujet qui risque d'être le plus complexe à résoudre dans les délais impartis. C'est la raison pour laquelle il est essentiel que tous les acteurs se mobilisent autour d'enjeux qui sont ici multiples, avec bien évidemment l'objectif partagé de réussir la mise en œuvre de la directive MIF II. J'ajoute qu'il faut aussi apprécier qu'il peut exister des enjeux moins visibles mais tout aussi importants comme éviter que les interprétations retenues ne viennent au final fragiliser certains types d'établissements, notamment

les plus petits, voire ne viennent affaiblir la compétitivité de certaines Places financières, et particulièrement celle de Paris. Cela renforce d'autant la nécessité pour les établissements français de proposer rapidement leurs propres interprétations et ainsi préempter un certain nombre de sujets afin d'avoir des positions qui leur soient aussi favorables que possible, tout en étant conformes à l'esprit des textes. L'AMAFI et l'AFTI sont mobilisées sur ces sujets avec des projets de Questions et réponses (Q & A) qui ont commencé à être présentés aux autorités et pour lesquels les premiers retours obtenus semblent plutôt favorables. L'Autorité des marchés financiers (AMF) est elle aussi fortement mobilisée. Les établissements doivent, au-delà des chantiers sur lesquels ils travaillent, rester mobilisés et faire remonter les sujets d'interprétation qu'ils rencontrent vers les associations. Il s'agit là d'un enjeu collectif majeur. ■