

MiFID 2 à J-35 : l'AFTI publie une nouvelle version du guide MIF 2

En partenariat avec



Sommaire

Introduction

1
*Dominique DE WIT, Secrétaire général,
Crédit Agricole Titres, Vice-Président de l'AFTI*

MIF 2 : les principaux enjeux pour 2018

3
*Catherine Balençon, Experte, Unité « expertise
juridique et internationale », Direction des marchés,
Autorité des marchés financiers (AMF)*

L'encadrement des rétrocessions

en gestion sous mandat: la solution OST

5
*Table ronde
animée par Stéphanie Saint-Pé, AFTI
Vincent Dumont, Animateur de l'Observatoire
de la fiscalité, AFTI
Mourad Khirat, Responsable Relations de Place
et Veille réglementaire, Natixis
Éric Sidot, Adjoint au Directeur juridique,
Association française de la gestion financière (AFG)*

Présentation générale

du guide AFTI: MiFID 2 / MiFIR

7
Marie-Thérèse Aycard, Associée, Ailancy

Point d'attention: reporting des transactions

8
*Sylvie Bonduelle, Senior advisor, Direction des relations
de Place, Société générale securities services*

Point d'attention: coûts et charges

10
*Maja Augustyn, Senior advisor, Strategy
& Public affairs, BNP Paribas Securities Services*

Cadre MIF 2

et la structure de marchés

12
*Emmanuel de Fournoux et Faustine Fleuret,
Direction des Activités de marchés, Association
française des marchés financiers (AMAFI)*

Conclusion

14
Éric Dérobert, Président de l'AFTI

Introduction

Dominique De Wit, *Secrétaire général, CRÉDIT AGRICOLE TITRES*
et *Vice-président de l'AFTI*

Nous savons tous très bien que le cadre MIF 2 représente beaucoup plus qu'une simple révision du cadre MIF 1. En effet, l'intention initiale de pallier les lacunes de ce premier cadre est allée beaucoup plus loin avec la révision qui a abouti au cadre MIF 2. Et pour l'ensemble des acteurs concernés, il n'est pas excessif de dire qu'il y aura un « avant » et un « après » MIF 2.

Tous les métiers – teneurs de compte conservateurs, récepteurs-transmetteurs d'ordres, gérants d'actifs, courtiers, plateformes d'échanges et bourses traditionnelles – doivent relever un défi, celui de la transparence, sous peine d'être écartés du jeu.

Les catégories d'actifs comme les dérivés et les obligations, font désormais partie du périmètre. Les coûts de la recherche financière ne peuvent plus souffrir d'opacité, pour ne prendre que cet exemple symbolique.

Au-delà de cette mise en conformité, chaque entité doit aussi repenser son modèle économique. Par exemple, un distributeur non indépendant pourra continuer à percevoir des rétrocessions de commissions à condition qu'il démontre la valeur ajoutée du service qu'il fournit à son client.

Désormais avec la mise en œuvre du concept de Gouvernance Produits, tout commence par la définition d'un marché cible pour chaque produit, pour chaque part de fonds. Sur ce sujet, il faut saluer les travaux de l'*European Fund and Asset Management Association (EFAMA)* avec l'adoption de l'*European MiFID template (EMT)*, le 7 août 2017, qui va permettre aux sociétés de gestion européennes et aux banques d'utiliser non seulement les mêmes critères pour définir ce marché cible mais aussi un même format normalisé.

Nous partageons tous maintenant le constat que le cadre MIF 2 affecte directement ou indirectement l'ensemble de notre écosystème.

Où en sommes-nous ?

Pour être transparents, nous reconnaissons que la mise en œuvre opérationnelle pour le 3 janvier 2018 est difficile pour de nombreuses entités. Réaliser la complétude de tous les points de façon exhaustive est un véritable challenge. La livraison finale de certains textes de niveau 3 est peu compatible avec les phases habituelles de conduite d'un grand projet informatique.

Introduction

Nous savons également qu'il y a encore des discussions entre les autorités réglementaires et les associations professionnelles sur certains sujets pour clarifier certains points très techniques. Par exemple, en matière de conduite du changement, d'évaluation des connaissances et des compétences, nous restons dans l'attente d'un retour formalisé sur les décisions issues de la consultation du 20 juillet 2017 ou de la publication du RGAMF et de sa position-recommandation. Il reste donc encore quelques incertitudes sur certains points soulevés par la profession. Pour autant, le travail déployé dans toutes les entités par les équipes projets et dans les associations professionnelles ainsi que chez nos régulateurs est immense.

Sans entrer dans les détails, la Fédération Bancaire Française (FBF), l'Association française de la gestion financière (AFG), l'Association française des marchés financiers (AMAFI) et l'AFTI ont signé une lettre commune adressée aux autorités de Place, l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), pour alerter préventivement de cette situation.

Au niveau européen, nos confrères des autres pays sont confrontés à des difficultés de même nature. La France est loin d'être le « mauvais élève de la classe » puisque dix-sept pays n'ont pas ou n'ont que partiellement transposé la directive en droit national.

En outre, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais) reconnaît les difficultés liées à la mise en œuvre du cadre MIF 2. Cette mise en œuvre se poursuivra en 2018 et d'autres textes seront probablement publiés.

Quoi qu'il en soit, les travaux en mode projet se poursuivent au sein des établissements. Les échanges de Place se poursuivent égale-

ment. La FBF, l'AMAFI et AFTI ont répondu à la consultation sur la *suitability* lancée par l'ESMA. Par ailleurs, l'AMF continue ses travaux avec notamment le lancement le 2 novembre 2017 d'une consultation publique sur les Livres III et V du règlement général de l'AMF (RGAMF), qui vise à finaliser les travaux de transposition du cadre MIF 2 et sur la séparation du régime juridique des entreprises d'investissement (EI) et des sociétés de gestion de portefeuille (SGP).

Nous pouvons déjà à ce stade constater que le cadre MIF 2 aura été le projet réglementaire certainement le plus lourd et le plus impactant et ce, quels que soient les outils de mesures utilisés : budget en K Euro, jours/hommes informatiques, impact sur le modèle économique, impact sur le parcours client et impact sur la conduite du changement.

L'AFTI accompagne ses membres

Le 26 mars 2014, un premier Amphi de l'AFTI a été organisé pour présenter les travaux d'analyse et de décryptage du contenu du cadre MIF 2 et du règlement d'application dans le but de dresser une première évaluation des impacts pour l'ensemble des acteurs avec deux enjeux majeurs : la structuration des marchés et la protection des investisseurs.

Le 22 juin 2016, un deuxième Amphi a constaté le décalage d'une année, acté par les autorités européennes, concernant la date d'entrée en vigueur de ce paquet législatif, fixée désormais au 3 janvier 2018, qui constituait certes une bonne nouvelle mais la question se posait déjà de savoir si ce n'était pas le minimum attendu pour pouvoir procéder à de telles réformes dans un temps si court.

Enfin, à quelques jours de la date d'entrée en vigueur du cadre MIF 2, ce troisième Amphi

est l'occasion de la publication de la dernière version du guide AFTI relatif à MiFID 2 / MiFIR.

L'échéance est désormais proche

Pourtant, la mise en œuvre reste difficile au sein de nombreux établissements et ce quel que soit le type d'acteurs. C'est pourquoi l'AFTI propose ce dernier point d'étape, afin de recueillir l'actualité du régulateur et d'apporter les derniers éclairages sur des sujets très opérationnels mais aussi de présenter la dernière version de notre guide.

Au-delà de la complexité réelle de l'implémentation, l'AFTI adhère à l'esprit MIF 2. L'esprit de ces nouvelles dispositions réglementaires, en convergence avec le règlement européen PRIIPS et La directive sur la distribution en assurance (IDD), est en premier lieu de mieux éclairer le client sur les produits qui lui sont proposés, qu'il souscrit ou qu'il détient déjà. Le régulateur européen le fait avec ses leviers : exigences supplémentaires, documents, formalisation rédactionnelle, dispositifs d'alertes, etc. Dès le 3 janvier 2018, c'est une modification substantielle du parcours client que devront maîtriser tous les réseaux et quel que soit le canal de distribution.

Depuis plus de trois ans, l'AFTI aura apporté sa contribution à l'élaboration des mesures en préparation, en synergie avec la FBF sur le sujet des coûts et des charges ou sur les problématiques liées à la conduite du changement, en synergie avec l'AMAFI sur le sujet du reporting des transactions, en synergie avec l'AFG sur le sujet de la gouvernance Produits, et aura aidé ses membres dans la mise en œuvre opérationnelle des textes adoptés. ■

MIF 2 : les principaux enjeux pour 2018

Catherine Balençon

Experte, Unité « expertise juridique et internationale », Direction des marchés, **AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF)**

Cet Amphi de l'AFTI consacré au cadre MIF 2 vient ponctuer un travail de longue haleine qui d'ailleurs a vocation à se poursuivre. Un travail riche et indispensable que l'AMF mène avec les associations professionnelles à l'occasion des réflexions sur la mise en œuvre opérationnelle de cette directive en particulier, mais aussi d'une manière plus générale. Ce dialogue avec les associations professionnelles est vraiment essentiel. Il est vu par le régulateur comme un dialogue « gagnant-gagnant ».

L'AMF a besoin des professionnels pour comprendre précisément les enjeux, notamment opérationnels, qui sont associés à la préparation des nouvelles réglementations. Celles-ci ne seront ni appropriées ni opérationnelles sans une compréhension intime de ces enjeux. En outre, l'AMF comprend que les professionnels ont un besoin légitime de pédagogie auquel elle s'efforce, bien sûr, de répondre le mieux possible.

Nous sommes à quelques semaines de la date d'entrée en application du cadre MIF 2, un texte qui a été conçu il y a quatre ans déjà. Cependant, il convient de garder à l'esprit les raisons qui ont conduit les législateurs européens à revoir le cadre des marchés financiers ainsi que les objectifs qui ont été poursuivis à travers la mise en œuvre de nouvelles exigences. Si la crise financière semble désormais être derrière nous, c'est néanmoins dans ce contexte que cette directive a été adoptée en 2004. Pour les législateurs de l'époque – et c'est un constat que l'AMF partage – la crise financière a révélé des faiblesses en matière de fonctionnement et de transparence des marchés financiers ainsi que la nécessité de mieux protéger les investisseurs, d'affermir la confiance, de s'attaquer aux domaines non réglementés et de donner des pouvoirs adéquats aux autorités de surveillance pour remplir leurs missions.

La marche à franchir est importante. En effet, le cadre MIF 2 signifie de nouvelles obligations non seulement en matière de protection des investisseurs, avec notamment de nouvelles exigences en matière de gouvernance des produits, mais aussi de nouvelles obligations en

matière de structure de marché et de transparence ainsi qu'un renforcement des obligations de reporting des transactions.

Comme cela a déjà été souligné au cours des travaux d'élaboration des textes d'application de la directive et de son règlement, l'AMF a toujours à cœur de défendre une vision protectrice des investisseurs, tout en soulignant l'importance du critère de proportionnalité dans son approche et en prenant en considération les contraintes d'ordre pratique et opérationnel des professionnels, et ce avec en permanence à l'esprit le fameux rapport coût/avantage dont il semble que l'on ne devrait jamais le perdre de vue lorsque l'on élabore de nouvelles réglementations. Cependant, tous ces travaux ont lieu dans des enceintes internationales où siègent les vingt-sept représentants des autorités nationales. Parfois elle est entendue, parfois elle ne l'est pas.

Nous en sommes aujourd'hui à la rédaction des mesures de niveau 3, sous la forme de *Guidelines* et de *Q&As*. Cela dit, l'Autorité européenne des marchés financiers est loin d'avoir clarifié l'ensemble des questions qui se posent. Par ricochet, cela entraîne des retards au niveau national avec pour conséquence des difficultés dans la mise en œuvre opérationnelle de toutes ces mesures. L'AMF est consciente qu'il ne s'agit pas d'une façon optimale de travailler mais, encore une fois, elle fera tout pour aider les professionnels dans l'accomplissement de cette tâche.

Lors des Entretiens 2017 de l'AMF, Robert Ophèle, Président de l'AMF rappelait dans son discours l'ampleur du chantier que représente le cadre MIF 2 par un chiffre : 1 700 pages de réglementation. Au niveau 1 (législatif), nous avons le cadre MIF 2 et son règlement MIFIR. Au niveau 2 (réglementaire), nous avons les actes délégués avec un cadre (MIF 2) et deux règlements délégués (MIF 2 et MIFIR) ainsi que les standards techniques avec pas moins de trente-deux RTS (*Regulatory Technical Standards*) et 10 ITS (*Implementing Technical Standards*). Au niveau 3, nous retrouvons les *Guidelines* et les *Q&As*.

Où en sommes-nous dans la transposition ?

Pour rappel, les règlements sont d'application directe et n'ont pas à être transposés. Cependant, ils nécessitent de revoir certaines dispositions. Cette « transposition négative » vise à expurger de l'ensemble des textes, en particulier du règlement général de l'AMF, toutes les dispositions résultant de la transposition du premier cadre MIF qui sont désormais couvertes par le règlement délégué. Ce sont des chapitres entiers du règlement général de l'AMF qui sont ainsi supprimés, ce qui pose un vrai sujet de lisibilité de la réglementation auquel les professionnels vont être confrontés dans les mois à venir.

Le cadre MIF 2 a été transposée dans le code monétaire et financier au moyen de deux ordonnances, puis via deux décrets. Les dispositions de la directive déléguée ont, quant à elles, été transposées dans le règlement général de l'AMF par arrêté en date du 3 juillet 2017. Le 2 novembre 2017, l'AMF a lancé une consultation sur les modifications à apporter à son règlement général destinées à finaliser la « transposition négative » des dispositions du règlement délégué et du règlement MIFIR qui sont d'application directe ; à mettre en œuvre un régime analogue pour les conseillers en investissements financiers (CIF) et les conseillers en investissements participatifs (CIP) afin qu'ils soient soumis à des règles analogues à celles des entreprises d'investissement (EI) en matière de bonne conduite, et ce pour garantir une égalité de traitement ; et à procéder à la séparation annoncée des entreprises d'investissement (EI) et des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) qui ne seront plus soumises aux obligations du cadre MIF2 que pour les services d'investissement qu'elles sont habilitées à fournir. L'objectif poursuivi est de parachever cette transposition avant le 3 janvier 2018.

Les grands enjeux du cadre MIF 2

Les enjeux du cadre MIF 2 s'articulent autour de deux grands axes : les marchés et la protection des investisseurs.

MIF 2 : les principaux enjeux pour 2018

Concernant les marchés, nous trouvons des sujets relatifs à la structure des marchés avec la création d'une nouvelle catégorie de plateforme organisée (*Organised Trading Facility, OTF*) et la clarification de la définition d'internalisateur systématique (IS); relatifs également au renforcement des règles de transparence sur les instruments financiers autres que les actions, à la publication des transactions avec des règles plus contraignantes, au renforcement des obligations de reporting, à la mise en place d'un certain nombre de dispositions encadrant le trading à haute fréquence (*High Frequency Trading, HFT*) et le trading algorithmique et à de nouvelles dispositions spécifiques aux dérivés sur les matières premières.

Concernant la protection des investisseurs, nous pouvons citer, de manière non exhaustive, la gouvernance des produits, les exigences renforcées en matière de *suitability* sachant que l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais) devrait publier une nouvelle version de ses orientations, le renforcement du régime existant en matière d'encadrement des rémunérations et avantages (*inducements*) avec deux grands volets que sont la distribution et la recherche, l'information sur les coûts et frais, qui est un sujet majeur, la meilleure exécution et le reporting post sale. Tous ces sujets présentent des enjeux opérationnels considérables pour les professionnels sans parler d'autres sujets comme, par exemple, l'enregistrement et la conservation des conver-

sations téléphoniques et des communications électroniques.

De nombreuses clarifications apportées par l'ESMA

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais) publie un ensemble d'orientations afin de clarifier la façon dont les nouvelles règles MIF 2 ont vocation à s'appliquer.

Parmi celles-ci, l'AMF, toujours en relation avec les associations professionnelles, s'est beaucoup investie sur celles relatives à la gouvernance des produits. Elle a œuvré pour faire en sorte que ces orientations soient compatibles avec les modes de distribution « industriels » des instruments financiers en vigueur. Elle a également œuvré pour préserver les différents régimes de distribution que certains ont tenté de remettre en cause, ainsi que la nécessaire diversification des investissements pour les clients.

L'ESMA publie également des Q&As sur les sujets de protection des investisseurs mais aussi la transparence, les structures de marché, le reporting des transactions et les matières premières.

Dans certains cas, les clarifications apportées par l'ESMA s'avèrent malheureusement insuffisantes pour permettre de comprendre comment ces nouvelles dispositions doivent être

mises en œuvre. Des clarifications sont alors nécessaires au niveau national. Pour cela, le travail des associations professionnelles est essentiel, et encore une fois, l'AMF y accorde une grande importance compte tenu de l'ampleur du chantier.

Des zones d'ombre subsistent, par exemple, l'information sur les coûts et frais ou sur l'encadrement des rémunérations et avantages. Ce sont des sujets pour lesquels de nombreuses questions restent posées. L'AMF tente d'y apporter des réponses mais c'est un exercice délicat s'agissant par définition de sujets sur lesquels l'ESMA ne s'est pas encore prononcée. L'AMF doit le faire, tout en étant consciente de la possibilité de ne pas être suivie dans ses positions lorsque cette dernière se saisira de ces sujets.

L'engagement de l'AMF est d'être aux côtés des professionnels pour les accompagner le plus possible dans la mise en œuvre de cette réforme. Elle ne peut que rappeler, encore une fois, qu'elle est pleinement consciente de l'importance des aménagements induits par une réforme de grande ampleur et que la priorité du régulateur est que l'accompagnement des acteurs doit précéder, dans la liste des priorités du régulateur, ce qu'il est convenu d'appeler *l'enforcement*. L'AMF prendra enfin en compte dans ses pratiques de supervision, les efforts et les moyens déployés par les professionnels pour mettre en œuvre cette réforme. ■

L'encadrement des rétrocessions en gestion sous mandat: la solution OST

Table ronde

animée par **Stéphanie Saint-Pé, AFTI**

Vincent Dumont, *Animateur de l'Observatoire de la fiscalité, AFTI*

Mourad Khirat, *Responsable Relations de Place et Veille réglementaire, NATIXIS*

Éric Sidot, *Adjoint au Directeur juridique, ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIÈRE (AFG)*

Stéphanie Saint-Pé: MIF 2 encadre le régime des rémunérations et les avantages perçus (*inducements*) par une entreprise d'investissement en liaison avec la prestation d'un service d'investissement fournie au client. Ainsi, à compter du 3 janvier 2018, date d'entrée en application de la directive, il ne sera plus possible de percevoir des rétrocessions de commissions dans le cadre de la gestion sous mandat ou d'un service de conseil en investissement fourni de manière indépendante.

Pour faciliter les opérations d'échange entre des parts chargées qui permettent de percevoir des commissions de rétrocessions et des parts non chargées qui ne permettent pas de percevoir ces commissions de rétrocessions, la Fédération Bancaire Française (FBF), l'Association française de la gestion financière (AFG) et l'AFTI recommandent une solution de Place, non contraignante, à travers une opération sur titres (OST) d'échange. Avant d'évoquer le dispositif opérationnel lui-même, il est utile de restituer le contexte fiscal qui a conduit à cette recommandation.

Vincent Dumont: À partir de 2018, le gérant devra reverser à son client les rétrocessions de commissions perçues de la part de la société de gestion. Il existe aujourd'hui une incertitude quant au régime fiscal de ces sommes reversées par le gérant à son client. En effet, l'administration fiscale ne s'est pas encore prononcée sur le régime d'imposition applicable.

Pour éviter ces rétrocessions de commissions et pallier ainsi cette incertitude fiscale, l'Association française de la gestion financière (AFG) a réfléchi à la possibilité d'échanger des parts chargées (générant des rétrocessions de commissions à reverser) contre des parts non chargées (ne générant plus de telles rétrocessions). Dès l'automne 2016, elle a saisi

l'administration fiscale pour que ces opérations d'échanges bénéficient du sursis d'imposition sur les plus-values prévu à l'article 150-0 B du code général des impôts. Dans un courrier du 16 mars 2017, la Direction de la Législation Fiscale (DLF) a répondu favorablement à cette demande, mais avec quelques restrictions. Tout d'abord, le sursis ne concerne exclusivement que les opérations d'échange. Ensuite, les parts reçues doivent être strictement identiques aux parts apportées, à l'exception du niveau des commissions de gestion. Enfin, le sursis est limité dans le temps puisqu'il ne concerne que les opérations d'échanges intervenues en 2016 et en 2017. Devant la difficulté à mettre en place les opérations d'échange compte tenu de la réponse tardive de la DLF, l'AFG a saisi à nouveau cette dernière pour demander l'extension de la mesure aux échanges réalisés en 2018 ainsi qu'aux échanges donnant droit à des parts présentant certaines différences avec les parts d'origine, et la confirmation que de telles opérations d'échange étaient également possibles pour des parts d'OPC étrangers. Le 31 octobre 2017, la DLF a finalement accordé le sursis d'imposition aux opérations d'échange réalisées jusqu'au 31 décembre 2018. Elle a également confirmé que les opérations d'échange peuvent concerner des OPC étrangers. En revanche, elle n'est pas revenue sur la restriction consistant à ce que les parts reçues doivent être identiques aux parts remises à l'échange (seul le niveau des commissions de gestion pouvant être modifié). De plus, elle a rappelé que le cadre MIF 2 entrera bien en application le 3 janvier 2018, ce qui constitue une forte incitation à réaliser les opérations d'échange le plus tôt possible avant la fin de l'année, ou au tout début de l'année prochaine, afin d'éviter une rétrocession de commission au porteur final, sachant que le régime fiscal d'une telle rétrocession est, encore une fois, très incertain à ce jour.

Stéphanie Saint-Pé: Alors comment vont se dérouler en pratique ces opérations d'échange ?

Éric Sidot: La solution proposée est le fruit d'un travail commun entre les trois associations. Elles sont parties du cadre MIF 2 en identifiant tout simplement quels étaient les acteurs impactés. Le cadre MIF 2 s'applique aux entreprises d'investissement (EI). Or, comme l'a précisément rappelé l'AMF, les sociétés de gestion ne seront plus des entreprises d'investissement. Par conséquent, la solution proposée ne vise que les gérants sous mandat. Par ailleurs, elles ont considéré que le conseil indépendant n'était pas visé par cette solution bien qu'étant soumis au cadre MIF 2.

La solution proposée présentant une certaine complexité, elles ont conçu un schéma afin qu'il soit le plus clair possible. Puisque le gérant du mandat est concerné au premier chef, c'est à lui qu'incombe la décision, dans l'intérêt de ses clients, de basculer en parts non chargées. Pour cela, il en informe la société de gestion gérant le fonds concerné en lui communiquant les informations suivantes: le code ISIN et le libellé de la part chargée du fonds, le code adhérent et le libellé du teneur de compte conservateur (TCC) concerné, le stock avant l'opération sur titres (OST) et, le cas échéant, le code lié au marquage des ordres; sinon à quel sous-distributeur et distributeur sont rattachées les parts chargées du fonds. Ce sont là des informations minimales, chaque gérant étant libre de fournir des informations complémentaires.

Stéphanie Saint-Pé: La solution proposée repose donc sur une OST d'échange qui, une fois encore, n'a aucun caractère contraignant. Quel est le schéma opérationnel retenu pour cette dernière ?

Table ronde **L'encadrement des rétrocessions en gestion sous mandat: la solution OST**

Mourad Khirat: Pour définir ce schéma opérationnel, l'AFTI a mobilisé ses groupes de travail Experts OST et Flux et Stocks OPC.

Dès lors que la société de gestion est informée par le gérant du mandat, elle fixe ensuite la date de l'opération sur titres (OST) en accord avec le gestionnaire du passif du fonds. Ce dernier informe par les voies habituelles de traitement d'une opération sur titres, à savoir le dépositaire central Euroclear France, l'ensemble des teneurs de compte conservateurs (TCC) identifiés dans le compte émission du fonds, de la date de l'opération sur titres. Chaque teneur de compte conservateur concerné, seul décisionnaire compte tenu du mandat qu'il a reçu de son client pour donner suite ou non à l'opération sur titres proposée, et informe le gérant du mandat de la date de cette dernière. Une fois l'opération sur titres réalisée, le teneur de compte conservateur informe le porteur de parts du fonds. Le gérant du mandat peut s'il le souhaite informer également son client de cette dernière.

Le cadre réglementaire, fiscal et opérationnel établi, cela devient plus simple pour les établissements même si les délais impartis, ne serait-ce que pour réaliser l'opération, semblent courts. Cependant, il est souhaitable que ces opérations d'échange soient réalisées le plus tôt possible, compte tenu des nombreux travaux qui attendent ces derniers en 2018. Néanmoins, la difficulté opérationnelle à laquelle ils vont être rapidement confrontés, est de faire face à la charge de travail. Pour permettre une meilleure

planification dans un calendrier extrêmement contraint, il avait donc été recommandé que chaque société de gestion n'annonce pas plus de cinq échanges par jour. Ce nombre est à nuancer compte tenu du sursis d'imposition en 2018. De plus, il n'est prévu qu'un seul échange par code ISIN.

Stéphanie Saint-Pé: Combien de fonds sont concernés ?

Mourad Khirat: Des échanges ont été récemment mis en place avec l'Association française de la gestion financière (AFG) afin d'identifier dans les systèmes d'informations des teneurs de compte conservateurs (TCC) les codes ISIN concernés (ceux détenus sur des comptes réputés gérés), l'idée étant de rapprocher la part chargée de la part non chargée correspondante. Ce rapprochement devra permettre d'évaluer le nombre d'OST à traiter.

Éric Sidot: Selon les premiers retours qui ne concernent que quatre teneurs de compte conservateurs (TCC), 3900 fonds sont potentiellement concernés. Ce nombre pourrait dépasser 6000 fonds pour l'ensemble des TCC. Cela donne une idée de l'ampleur du travail à réaliser. L'AFG ne peut qu'être ravie du sursis d'imposition jusqu'au 31 décembre 2018. Ceci dit, le cadre MIF 2 entrera en vigueur le 3 janvier 2018. C'est pourquoi l'AFG incite fortement les acteurs concernés par cette opération d'échange de parts à y réfléchir dès maintenant, si ce n'est pas déjà le cas, et à prendre toutes les mesures nécessaires afin de réaliser cette

opération le plus tôt possible, compte tenu du délai inhérent à l'opération elle-même mais aussi du calendrier extrêmement contraignant.

Stéphanie Saint-Pé: Il est important de rappeler que cette opération sur titres (OST) d'échange de parts chargées contre des parts non chargées, est une solution de Place non contraignante pour les acteurs. En revanche, il semble qu'il y ait un risque fiscal à procéder autrement.

Vincent Dumont: Dans les deux réponses de la Direction de la Législation fiscale (DLF), il n'est question que d'opérations d'échange. Dans son premier courrier, la DLF indique clairement que toute opération, même concomitante, qui ne répondrait pas strictement aux conditions fixées ne bénéficierait pas du sursis d'imposition, avec de surcroît un renvoi aux conditions générales d'application de l'article 150-0 B du code général des impôts. Or les opérations de souscription/rachat de parts d'OPC ne bénéficient pas du sursis d'imposition prévu à cet article. Dans ces conditions, il est donc plus prudent et plus sécurisant pour les acteurs de considérer que seules les opérations d'échange peuvent bénéficier du sursis d'imposition. Par ailleurs, la solution proposée par les trois associations est de nature à clarifier la qualification d'échange de l'opération, sécurisant ainsi son régime fiscal. Stéphanie Saint-Pé: Pour information, le courrier adressé par la FBF, l'AFG et l'AFTI à leurs membres et les trois annexes qui l'accompagnent, sont disponibles sur leur site Internet respectif. ■

Présentation générale du guide AFTI : MiFID 2 / MiFIR

Marie-Thérèse Aycard, Associée, AILANCY

Ce guide AFTI est le fruit d'un travail considérable mené depuis deux ans par le groupe de travail MiFID 2 / MiFIR en collaboration avec les autres groupes de travail de l'AFTI et en lien étroit avec les autres associations professionnelles qu'il s'agisse de la Fédération Bancaire Française, de l'Association française de la gestion financière et de l'Association française des marchés financiers mais aussi en lien étroit avec l'Autorité des marchés financiers. Une première version a été publiée en novembre 2016. Cette deuxième version prend en compte les précisions obtenues tout au long de l'année 2017. Pour autant, il reste encore des zones d'ombres que des versions ultérieures viendront clarifier, dès lors que les positions de l'AFTI se préciseront. Pour aider à la compréhension, ces zones d'ombre sont signalées par un point d'interrogation (?). En outre, un point d'exclamation (!) attire l'attention sur les points importants pour les membres de l'AFTI.

L'objectif de ce guide est simple : aider les acteurs de la Place à mettre en œuvre le cadre MIF 2 et clarifier les textes en les abordant sous un angle purement opérationnel. Le foisonnement des textes juridiques et réglementaires a rendu cette tâche difficile. Au regard de la complexité de la rédaction, le groupe de travail MiFID 2 / MiFIR a été conduit à prendre des positions communes selon une approche objective, claire et pragmatique.

Ce guide s'adresse avant tout aux membres de l'AFTI. C'est pourquoi un certain nombre de sujets du cadre MIF 2 qui ont par ailleurs fait l'objet d'autres travaux, ne sont pas abordés. Il traite essentiellement du volet « protection des investisseurs », à l'exception du financement de la recherche. Bien que le volet « structure de marché » ne soit pas abordé, un chapitre est cependant consacré au reporting des transactions (RDT), un sujet ô combien important pour les membres de l'AFTI.

Ce guide comporte trois grandes familles de sujets. Une première famille avec des sujets qui concernent tout d'abord le profil du client (*suitability* et *appropriateness*) et la mise en place

des contrôles adéquats, ensuite les échanges avec le client (enregistrement et archivage) et enfin les rémunérations, les commissions ou avantages (inducements). Ce sont des sujets dont les évolutions par rapport à la première version du guide restent marginales.

Une deuxième famille avec des sujets qui concernent le passage des parts chargées à des parts non chargées, le reporting des transactions (RDT) et l'information sur les coûts et les charges. Ce sont des sujets majeurs sur lesquels ont porté les travaux de l'AFTI tout au long de l'année 2017 afin d'apporter un éclairage critique et de nouvelles positions. En ce qui concerne l'affichage des coûts et des charges, sujet pour lequel il demeure à ce jour de nombreuses zones d'incertitudes, il est important de rappeler que les membres de l'AFTI sont concernés par le reporting des frais en ex-post. Une troisième famille avec des sujets qui donnent aujourd'hui encore lieu à débat, mais sur lesquels l'AFTI a pris malgré tout position. De façon non exhaustive, l'un de ces sujets concerne le cas particulier des émetteurs. En effet, le groupe de travail comprend que lorsqu'une entreprise d'investissement (EI) est mandatée pour fournir un service aux émetteurs, elle serait assujettie au cadre MIF 2 pour ce service, même si l'émetteur qui assumerait seul le service n'y serait pas tenu. À ce stade, l'AFTI considère que cet assujettissement à la directive se limite aux impacts RDT, en produisant un reporting avec le code LEI de l'émetteur. Un autre sujet concerne la protection des avoirs avec la nomination d'un responsable de la protection des avoirs des clients. Cette fonction doit être mise en place chez chaque teneur de compte conservateur d'ici le 3 janvier 2018. Pour cela, ce dernier peut choisir de créer un nouveau poste dédié à cette fonction ou alors confier cette nouvelle fonction à son responsable de la conformité pour les services d'investissement (RCSI).

L'information du client en cas de détention de titres chez des tiers constitue un point d'attention particulier pour les teneurs de compte conservateurs. Bien sûr, des exigences en

matière de ségrégation existent déjà depuis l'entrée en vigueur du cadre MIF 1. Mais il est admis que, dans certains cas de figure, la loi applicable dans le pays où sont détenus les titres ne permette pas de respecter ces exigences. Le cadre MIF 2 impose dorénavant d'en informer le client.

L'AFTI précise les nouvelles exigences relatives à la présentation du relevé de compte titres dont la fréquence d'envoi devient à minima trimestrielle. En outre, les teneurs de compte conservateurs sont tenus de fournir de nouvelles informations qui sont détaillées dans le guide.

L'AFTI apporte également un éclaircissement sur les obligations d'avertir le client en cas de baisse de la valorisation de ses avoirs (alerte sur les pertes sur instruments à effet de levier pour les clients de détail et alerte relative à une baisse de 10 % de la valorisation d'un portefeuille en gestion sous mandat). Concernant les alertes sur les pertes sur instruments à effet de levier, la baisse s'apprécie par rapport au prix de revient de l'instrument (Initial Value) qui pourra être basé sur le prix d'acquisition moyen. Les franchissements de seuil intra-journaliers ne sont pas à prendre en compte. Enfin, une alerte est émise lorsque la baisse atteint 10 %, puis à chaque multiple de 10 %. À titre d'exemple, le client est alerté si la baisse constatée est de 10 %. Il n'est pas requis de réémettre une alerte si la baisse constatée est ensuite de 11 %. Le client ne sera de nouveau alerté que si la baisse constatée atteint 20 %. Concernant les alertes relatives à une baisse de 10 % de la valorisation d'un portefeuille en gestion sous mandat, l'AFTI réaffirme que cette obligation incombe au gestionnaire du mandat. Toutefois, il se peut que selon l'organisation de leur groupe ou les services qu'ils offrent, certains teneurs de compte conservateurs soient sollicités pour la mise en œuvre de cette obligation.

D'autres sujets sont également abordés dans ce guide qui peut être téléchargé depuis le site Internet de l'AFTI. ■

Point d'attention: reporting des transactions

Sylvie Bonduelle

Senior advisor, Direction des relations de Place, SOCIÉTÉ GÉNÉRALE SECURITIES SERVICES

Lorsque l'on considère la liste des sujets soulevés par le cadre MIF 2, l'article 26 de MiFIR relatif à l'obligation de déclarer les transactions peut finalement paraître assez simple à mettre en œuvre pour des professionnels déjà familiers avec le Reporting Direct des Transactions (RDT) de l'Autorité des marchés financiers. Passer de vingt champs déclaratifs dans le système français actuel à soixante-cinq champs déclaratifs ressemble en effet à une formule mathématique à décliner informatiquement, qui peut s'apparenter à une promenade de santé en comparaison du marathon MIF 2. Mais est-ce vraiment le cas ?

Début 2017, un constat s'est imposé devant l'ampleur des sujets à couvrir : il fallait créer un sous-groupe de travail Reporting des Transactions. Les membres de ce sous-groupe se sont réunis au rythme de deux réunions par mois, ponctuées de contacts réguliers avec l'AMF, qui s'est toujours montrée à leur écoute en s'efforçant de comprendre leurs besoins, même s'ils n'ont pas toujours été entendus.

Les sujets traités sont en effet de nature diverse. Les majeurs côtoient ceux de moindre importance, souvent techniques, mais qui doivent être abordés malgré tout. À titre d'illustration et de manière non exhaustive : l'obligation d'indiquer l'heure UTC et non l'heure locale d'exécution pour ce qui concerne la *Trading date time* (champ 28) ou le reporting des transactions effectuées dans le cadre de la loi Eckert.

Parmi les sujets majeurs figure l'identification des personnes physiques et des personnes morales. Les premières discussions (fin 2013) concernaient surtout l'identification des personnes physiques (la nécessité d'identifier les personnes morales avait débutée avec le règlement européen EMIR, la réglementation sur les dérivés OTC). En l'absence d'orientation de la part de l'Autorité européenne des marchés financiers, chaque pays pouvait définir son mode d'identification. En France, le numéro de la carte d'identité, voire celui du passeport, a souvent été évoqué avant de retenir le code CONCAT (code concaténé). Ce choix porté par la Place française, constitue aussi une source de

fierté puisque le code CONCAT est aujourd'hui l'identifiant unique pour cinq autres pays, celui de niveau 2 pour douze pays et de niveau 3 pour sept. De plus, il est l'identifiant unique pour les pays tiers. Aujourd'hui, l'attention est focalisée sur le *Legal Entity Identifier* (LEI). D'un côté le « no LEI, no trade », rappelé encore récemment par l'ESMA ; de l'autre les difficultés de collecte. Le Petit-déjeuner de l'AFTI du 15 novembre dernier dédié au LEI a montré combien ce sujet reste sensible. Pour apporter une précision suite à ce Petit-déjeuner, il n'y a pas d'obligation pour une entreprise d'investissement de s'assurer du renouvellement du LEI de ses clients ou de ses contreparties. Autrement dit, ce renouvellement est de la responsabilité de l'entité qu'il sert à identifier. En revanche, une entreprise d'investissement est responsable de la validité de son LEI, comme l'a rappelé l'ESMA dans ses orientations (*Guidelines*).

Le Guide AFTI est donc le résultat d'un travail collectif qui a nécessité beaucoup de temps et d'investissement. Il apporte des réponses concrètes même si certaines questions restent encore ouvertes.

Voici quelques exemples de sujets traités qui ne sont pas nouveaux puisqu'ils figuraient déjà dans la version provisoire de 2016, l'idée étant ici de montrer leur évolution.

Multi-exécution et cours moyen

L'année dernière, il y avait peut-être encore un espoir de pouvoir déclarer au cours moyen. Malgré l'implication forte de l'Autorité des marchés financiers qui a défendu jusqu'au bout la position de la France, il ne subsiste aujourd'hui plus de doute sur le fait que la déclaration doit être effectuée au cours unitaire dans toute la chaîne. Malheureusement, la France s'était retrouvée nettement isolée sur cette question, ce qui est d'autant plus regrettable que d'autres pays sont maintenant confrontés aux mêmes difficultés.

Comment faut-il déclarer ? Dans le monde de la clientèle de détail, un client envoie un ordre d'achat à son RTO (récepteur-transmetteur

d'ordres). Ce dernier le transmet à un broker intervenant en *agency*, qui exécute la transaction face au marché.

La question du cours moyen touche les ordres exécutés en plusieurs fois et pour lesquels une déclaration complémentaire est faite par l'entité qui a transmis l'ordre mais qui ne s'interpose pas.

Opérationnellement, le RTO va recevoir une confirmation (avis d'opéré) dont l'acceptation déclenchera le règlement/livraison. Cette confirmation porte le plus souvent sur la quantité totale avec un cours moyen calculé à partir des différents cours d'exécution, comme le permet l'article 59 du règlement délégué du cadre MIF 2. Le RTO communique à son client ces informations.

En matière de reporting, le broker devra déclarer les exécutions unitaires. Le RTO, quant à lui, va devoir récupérer le détail des exécutions et déclarer à l'identique du broker, c'est-à-dire avec la même granularité. Si disposer du détail des exécutions n'est pas réellement problématique pour le marché français puisque la plupart des grands RTO reçoivent le flux à titre informatif, il n'en est peut-être pas de même pour les bourses étrangères. D'une part, le détail des exécutions n'est pas forcément transmis par le broker, d'autre part, sa *trading capacity* n'est pas obligatoirement connue du RTO. Or, si le broker intervient en *principal*, alors le RTO devra déclarer uniquement un cours moyen.

Attention, le même principe (déclaration au niveau unitaire) s'applique aussi aux régularisations.

Les transferts

Les transferts ont également fait l'objet de travaux de la part du sous-groupe de travail Reporting des Transactions. Ici le périmètre est plutôt clair puisque tout transfert entraînant un changement de propriétaire doit être déclaré. Citons, par exemple, les transferts d'un compte détenu par un client vers un compte joint dont le client est l'un des co-titulaires, les transferts

Point d'attention: reporting des transactions

d'un compte joint en un compte « mono-titulaire », les transferts relatifs aux donations ou aux successions, etc.

Par ailleurs, il a été acté que l'obligation de déclarer un transfert ne s'applique qu'à la condition que l'entité fournisse à son client au moins un service d'investissement. Dans le cas d'une prestation strictement limitée à de la tenue de compte conservation, il n'y a donc pas d'obligation de déclaration pour l'entité. En effet, la tenue de compte n'est pas un service d'investissement.

Il s'agit essentiellement, maintenant, de définir des pratiques de marché, au niveau français comme au niveau européen, pour faciliter cette déclaration. Les deux établissements étant soumis à l'obligation de déclaration, les travaux visent à définir une norme pour que l'établissement émetteur puisse informer l'établissement receveur d'un changement propriétaire, et donc de l'obligation de déclarer.

Les opérations sur titres (OST)

À l'origine, l'idée était de souligner, à l'occasion de cet Amphi de l'AFTI, les difficultés rencontrées par le sous-groupe Reporting des Transactions, en raison de l'absence d'informations précises tant sur le périmètre que sur les modalités de remplissage des soixante-cinq champs de la déclaration. Pour mémoire, le groupe Experts OST de l'AFTI avait identifié quatre opérations sur titres (OST) déclarables parmi l'ensemble des opérations sur titres européennes tandis que l'industrie allemande n'en avait retenu aucune quand l'Autorité européenne des marchés financiers semblait envisager un périmètre très large. Par ailleurs, remplir les soixante-cinq champs de la déclaration quand on ne dispose d'aucune indication est un véritable casse-tête (l'une des membres du sous-groupe qui a fait l'exercice a dû renoncer à la quinzième zone). En conséquence de quoi personne ne pouvait être prêt à déclarer des opérations sur titres dès l'entrée en application du cadre MIF 2 (l'absence d'informations précises ne permettant pas aux

entités déclarantes de définir un cahier des charges puis des spécifications détaillées et donc de réaliser les développements informatiques nécessaires).

Or l'ESMA, dans une mise à jour de son Q&As relatif au reporting des transactions publiée il y a seulement trois jours (le 14 novembre 2017), aborde enfin le sujet des opérations sur titres (question 9). Est-ce la fin des incertitudes ? Peut-on maintenant démarrer les études détaillées ? En fait, même si l'ESMA donne aujourd'hui des pistes pour déterminer le périmètre des opérations sur titres à déclarer ainsi que pour remplir la déclaration, les clarifications apportées ne permettront pas aux entités d'être prêtes dans les temps. Il restera nécessaire de mener des travaux d'analyse conjointement avec le groupe Experts OST et en lien étroit avec l'Autorités des marchés financiers en 2018. ■

Point d'attention: coûts et charges

Maja Augustyn

Senior advisor, Strategy & Public affairs, BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

De nombreuses incertitudes entourent encore le nouveau cadre réglementaire relatif à l'affichage des coûts et frais, à quelques jours de l'entrée en vigueur du cadre MIF 2, le 3 janvier 2018.

Les entreprises d'investissement (EI) doivent déjà communiquer à leurs clients les informations relatives aux coûts liés aux services fournis et aux instruments financiers proposés. Le cadre MIF 2 (niveau 1) a considérablement alourdi les exigences en matière d'information sur ces coûts. Elle apporte une première précision à savoir que les « informations relatives à l'ensemble des coûts et frais, y compris les coûts et frais liés au service d'investissement et à l'instrument financier, [...] sont totalisées afin de permettre au client de saisir le coût total, ainsi que l'effet cumulé sur le retour sur investissement » (article 24 §7 du cadre MIF 2). L'acte délégué (niveau 2) précise, quant à lui, qu'« en ce qui concerne la divulgation ex-ante et ex-post, les entreprises d'investissement agrègent les sommes suivantes : l'ensemble des coûts et frais liés associés à la production et à la gestion des instruments financiers ; et l'ensemble des coûts et frais liés facturés par l'entreprise d'investissement pour le ou les services d'investissement et/ou des services auxiliaires fournis au client » (article 50 §2 des actes délégués). Les coûts et frais agrégés sont cumulés et exprimés en montant absolu ainsi qu'en pourcentage.

Dès lors, se pose la question de savoir qui est concerné, quand cela doit être fait et avec quel contenu. D'une façon générale, les obligations d'affichage des frais s'appliquent à toutes les entités qui recommandent ou commercialisent des instruments financiers ou qui doivent fournir à leurs clients le document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) des instruments financiers concernés, mais aussi à toutes celles qui fournissent des services d'investissement (SI) ou des services auxiliaires, même si elles ne recommandent ni ne commercialisent des instruments financiers. L'affichage des frais va dépendre de la nature du service ou du type de relation. En ce qui concerne le contenu, il faut savoir que « les entreprises d'investissement qui fournissent des services d'investissement à des clients profes-

sionnels peuvent convenir avec ces derniers de limiter l'application des obligations [relatives à l'affichage des frais]. Les entreprises d'investissement ne sont pas autorisées à convenir d'une telle limitation lorsque sont fournis des services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille ou lorsque, indépendamment du service d'investissement fourni, les instruments financiers concernés comportent un instrument dérivé » (article 50 §1 des actes délégués).

Le recours à un arbre de décision peut s'avérer utile pour permettre de se retrouver parmi les différents cas de figure. Dans le cadre de l'affichage des frais en ex-ante, le contenu de l'affichage des frais dépend de la réponse à la question : l'entreprise d'investissement distribue-t-elle ou commercialise-t-elle des instruments financiers ou fournit-elle uniquement des services d'investissement ? Le moment auquel il convient de diffuser cet affichage dépend, quant à lui, de la nature du service : service ponctuel (avant chaque transaction). Dans le cadre de l'affichage des frais en ex-post, le contenu de l'affichage dépend de la réponse aux questions : l'entreprise d'investissement distribue-t-elle ou commercialise-t-elle des instruments financiers ? S'agit-il d'une relation continue ou non ?

L'affichage ex-ante

Les exigences d'affichage des frais en ex-ante s'applique toujours quelle que soit la nature des services fournis (article 50 §5 des actes délégués). Seul le contenu change en fonction du contexte.

La nature de l'affichage dépend de la nature du service fourni. L'AFTI, de concert avec l'AMF, distingue trois cas de figure. Si le service fourni est un service ponctuel (réception-transmission d'ordres, RTO), il devra faire l'objet d'un nouvel affichage des frais à chaque « occurrence » de ce service. Si le service fourni est un service dans la durée ou *ongoing* (tenue de compte-conservation, TCC), il devra faire l'objet d'un affichage des frais avant la fourniture du service, avec une estimation dans la durée. S'il s'agit d'une

combinaison des deux types de services (par exemple TCC et RTO), il est nécessaire d'estimer le coût de ces deux services sur la base d'estimations du comportement prévisible du client au début de la relation commerciale puis de faire un affichage des frais avant chaque transaction. Les entreprises d'investissement doivent se fonder sur les coûts réellement supportés pour déterminer les coûts et les frais attendus. Dans les cas où les frais sont forfaitaires ou fixes, la grille tarifaire est suffisante. En revanche, lorsque les coûts réels ne sont pas disponibles, l'entreprise d'investissement en effectue « une estimation raisonnable », en se basant sur l'expérience passée du client et, si nécessaire, elle ajuste ses hypothèses. Pour les services ponctuels, elle interroge celui-ci sur ses objectifs et sur son volume d'activité prévisionnel afin d'en simuler le coût cumulatif sur la période du reporting. Concernant les frais liés aux produits, ces derniers sont détaillés dans le guide AFTI.

Pour tout nouveau client, l'affichage des frais est obligatoire à partir du 3 janvier 2018, date d'entrée en vigueur du cadre MIF 2. Pour les clients existants qui achètent un produit ou souscrivent à un service après cette date, l'affichage des frais n'est obligatoire que sur le nouveau produit acheté ou le nouveau service souscrit. Pour les clients existants avant le 3 janvier 2018, il n'y a pas d'affichage des frais obligatoire si ceux-ci n'achètent pas de nouveaux produits ni ne souscrivent de nouveaux services.

L'affichage ex-post

Les entreprises d'investissement ont l'obligation de communiquer sur l'ensemble des coûts et des frais associés aux instruments financiers et aux services d'investissement et auxiliaires lorsqu'elles « ont recommandé ou commercialisé ces instruments financiers ou lorsqu'elles ont fourni au client des informations clés pour l'investisseur ou un document d'informations clés en lien avec le ou les instruments financiers » et lorsqu'elles « ont, ou ont eu, une relation continue avec le client au cours de l'année » (article 50 §9 des actes délégués).

Les informations sont fournies sur une base

Point d'attention: coûts et charges

annuelle. Cependant, les entreprises d'investissement peuvent choisir de communiquer de manière plus fréquente ces informations, et ce à l'occasion de l'envoi de tout rapport périodique déjà existant comme, par exemple, lors de l'envoi des rapports trimestriels relatifs aux investissements. Aucune information ex-post ne doit être fournie en 2018 au titre de l'exercice 2017. Néanmoins, les entreprises d'investissement doivent être en mesure de fournir ces informations sur un an glissant en cas de clôture d'un compte au cours de l'année 2018, ce qui n'est pas sans soulever certaines difficultés opérationnelles.

Le contenu des informations à fournir constitue une véritable zone d'ombre puisque, à ce jour, il existe peu d'éléments dans les orientations de l'Autorité européenne des marchés financiers sur ce sujet. « Ces informations sont basées sur les coûts supportés et sont fournies sur une base personnalisée » (article 50 §9 des actes délégués).

Certains points restent à clarifier: le format et le périmètre d'agrégation. En effet, l'absence de formats harmonisés rend difficile une comparaison entre les différents fournisseurs de services.

Il est également nécessaire de clarifier le périmètre d'agrégation en précisant les coûts qui doivent être agrégés et ceux qui peuvent être ventilés, car, en effet, s'il peut être envisagé de fournir ces informations sous une forme agrégée pour assurer une meilleure lisibilité et une plus grande simplicité pour les clients individuels, cela semble plus difficile pour les clients professionnels qui sont des entités complexes pouvant souscrire différents services pour différentes lignes de métiers (par exemple, règlement/livraison et prêt/emprunt de titres pour un gestionnaire de fonds).

Questions ouvertes

Sur l'ensemble de ces sujets qu'il s'agisse de l'affichage des frais en ex-ante ou en ex-post, des questions restent ouvertes.

Dans le cadre de la limitation d'affichage applicable aux contreparties professionnelles et éligibles, l'AFTI considère cependant que les entreprises d'investissement sont autorisées à définir avec leur client ce que recouvre la notion de « ex-ante », afin par exemple de ne faire l'affichage des frais qu'à la souscription du service (le cas échéant à intervalle plus régulier), sans pour autant les simuler à chaque transaction unitaire.

Dans le monde du post-marché, il est difficile de parler d'impact sur le rendement car les services fournis ne sont pas, par nature, des services d'investissement. S'il est néanmoins possible de visualiser le montant et le pourcentage de la part de la valeur du portefeuille que représente l'ensemble des coûts et des frais liés à ces services, il n'est pas possible véritablement de parler d'impact sur le rendement de l'investissement.

Enfin, un sujet qui a mobilisé l'ensemble des acteurs depuis le début des travaux sur l'affichage des coûts et frais: la question de la proratisation ou individualisation des coûts forfaitaires supportés par les intermédiaires (par exemple, coûts d'accès à une plateforme de négociation) au niveau de chaque client individuel, de chaque instrument financier concerné ou de chaque période (année, mois).

Les questions ouvertes sont nombreuses mais il faut néanmoins s'orienter dans ce labyrinthe réglementaire. Pour cela, il convient toujours d'agir au mieux des intérêts du client et de lui fournir des informations correctes, claires et non trompeuses. Dans le doute, il est important de rester concret et de fournir des informations utiles à ce dernier. ■

Cadre MIF 2 et la structure de marchés

Emmanuel de Fournoux et Faustine Fleuret

Direction des Activités de marchés, ASSOCIATION FRANÇAISE DES MARCHÉS FINANCIERS (AMAFI)

Emmanuel de Fournoux: L'extraterritorialité constitue un premier sujet de préoccupation. Il s'agit ici de l'application des règles de transparence aux succursales des entreprises d'investissement (EI) européennes dans leurs activités en dehors de l'Union européenne. Cette question s'était déjà posée mais d'une façon un peu théorique lors de l'entrée en vigueur du cadre MIF 1. D'une manière intuitive, il avait été considéré que les règles du pays local s'appliqueraient à tout ce qui concernait la protection des investisseurs et que les règles européennes s'appliqueraient à tout ce qui concernait la structure de marché. C'est devenu un véritable sujet avec le cadre MIF 2 qui, contrairement à la première directive, impacte considérablement la transparence et la structure de marché. Un sujet qui devient d'autant plus important que, dans le contexte du Brexit, la question de l'application territoriale du cadre MIF 2 va se poser avec encore plus d'acuité qu'elle n'en a aujourd'hui.

Un deuxième sujet de préoccupation concerne la transparence post-négociation. Toutes les entreprises d'investissement (EI), y compris les internalisateurs systématiques (IS), sont soumises aux obligations de transparence post-négociation. La contrepartie de la transaction en charge de la publication est en général la contrepartie vendeuse, sauf si la contrepartie acheteuse est un internalisateur systématique. La difficulté opérationnelle va donc consister à identifier ce cas de figure, l'Autorité européenne des marchés financiers refusant de maintenir une base de données sur les internalisateurs systématiques et les valeurs qu'ils traitent. Plusieurs initiatives commerciales sont à l'étude, notamment au Royaume-Uni, mais aucune n'est opérationnelle à ce jour.

De nombreuses interrogations subsistent quant à la façon d'immatriculer les instruments dérivés pour un internalisateur systématique (IS). Des questions restent en suspens quant à l'interaction entre, d'une part, la base de données *Financial Instrument Reference Database* (FIRDS) gérée par l'ESMA et, d'autre part, celle du *Derivatives Service Bureau* (DSB) de l'*Association of National Numbering Agencies* (ANNA).

Un quatrième sujet de préoccupation qui n'avait pas été collectivement anticipé mais qui est devenu important, voire le plus préoccupant aujourd'hui, est celui du *Legal Entity Identifier* (LEI). Tout d'abord, il existe des entités situées en dehors de l'Union européenne qui ne disposent pas de LEI ou qui lorsqu'elles en ont un, ne souhaitent absolument pas le communiquer à des entreprises d'investissement (EI) soumises au cadre MIF 2 afin que les régulateurs européens n'aient pas connaissance de leurs transactions. Cette problématique est d'autant plus importante pour les établissements français organisés en succursales qui sont soumises au cadre MIF 2, plutôt qu'en filiales qui ne le sont pas. Ensuite, il existe des établissements européens qui ne disposent pas encore de LEI. En France, l'AMF rappelle qu'un nombre important d'émetteurs cotés sur Euronext Paris ne possèdent toujours pas de LEI, ou ne l'ont pas encore communiqué à Euronext. Il ne s'agit pas d'une situation propre à Euronext Paris puisque les entreprises ne disposant pas encore de LEI, représentent environ 25 % du volume d'activité des bourses régionales allemandes. Cette problématique devrait pouvoir être résolue avec le temps. Néanmoins, l'AMAFI est en discussion avec l'AMF afin d'étudier la possibilité d'utiliser un LEI « général » en cas d'absence de LEI, puisque cette absence de LEI est de nature à remettre en cause la négociabilité des instruments financiers à compter du 3 janvier 2018, en vertu de la règle: no LEI, no trade.

Un cinquième sujet de préoccupation concerne la connectivité marché. Basculer d'un environnement MIF 1 vers un environnement MIF 2 est une tâche difficile et compliquée en raison du nombre important de marchés concernés mais aussi de la quantité d'informations, autres que celles relatives aux ordres de bourse, à transmettre. Les personnes en charge de la transmission des ordres de bourse doivent également transmettre les mêmes informations que celles éligibles au reporting des transactions (RDT). Jusqu'au printemps dernier, les acteurs concernés avaient sous-estimé l'ampleur de cette tâche qui a nécessité des modifications très lourdes des systèmes informatiques. De

plus, ces modifications interviennent dans un contexte où les règles sur la protection des données deviennent de plus en plus strictes, avec notamment la mise en œuvre du règlement général sur la protection des données (RGPD), qui entrera en vigueur le 25 mai 2018. Si certains pays respectent ces règles sur la protection des données, ce n'est pas le cas de tous. Là aussi, le sujet soulève des questions d'extraterritorialité qui ne sont pas simples à gérer.

En ce qui concerne les coûts et les charges, les problématiques sont différentes mais toutes aussi importantes en ce qui concerne la structure de marché. Il reste encore énormément de travail à faire, même si beaucoup a d'ores et déjà été réalisé dans ce domaine.

Faustine Fleuret: Hormis le guide de l'AFTI, trois publications paraissent importantes pour mieux appréhender l'entrée en vigueur du cadre MIF 2.

Tout d'abord, l'Association française de la gestion financière (AFG) et de l'Association française des marchés financiers (AMAFI) se sont rapprochées afin d'élaborer une convention-type relative à la fourniture de prestations de recherche. Cette convention-type a pour but d'encadrer la relation entre le fournisseur de recherche et son client dans le cadre du nouveau régime des incitations liées à la recherche. Pour répondre à une demande qui avait été formulée afin d'avoir un champ d'application assez large, tout prestataire de recherche et tout client peut utiliser cette convention-type et ce, quel que soit leur statut. De plus, les prestations de recherche qui sont encadrées, ne sont pas les seules prestations définies dans le cadre de MIF 2.

Ensuite, la publication de l'*European MiFID template* (EMT) dans le cadre des travaux menés par l'*European working group* (EWG) qui a rassemblé des producteurs et des distributeurs et auxquels l'AMAFI a contribué. Il s'agit d'un fichier d'échange de données standardisées requises dans le cadre MIF 2. Il contient des propositions de standardisation des critères de défi-



MiFID 2 à J-35 : l'AFTI publie une nouvelle version du guide MIF 2

Cadre MIF 2 et la structure de marchés

inition du marché cible (gouvernance produits) mais aussi des propositions de standardisation des informations à communiquer au client (de coûts et de charges). Ces travaux européens font écho aux réflexions menées par l'AMAFI au travers de son guide de mise en œuvre de la gouvernance Produits, publié en juillet 2017.

Enfin, la publication du livre intitulé « MIF 2 – Une nouvelle donne pour l'Europe des marchés financiers » dont les auteurs (Emmanuel de Fournoux, Pauline Laurent, Blandine Julé et Faustine Fleuret) sont quatre permanents de l'AMAFI. L'objet de cet ouvrage est de rendre plus intelligible les principales dispositions du cadre MIF 2, avec d'un côté tout ce qui relève de la structure de marché et de l'autre, tout ce qui relève de la protection des investisseurs. Il présente les principales dispositions du cadre MIF 2 en les replaçant dans leur contexte, en mettant en évidence les différences les plus importantes avec le cadre MIF 1, tout en apportant, bien sûr, un regard critique sur cet ensemble de dispositions. ■

Conclusion

Éric Dérobert, *Président de l'AFTI*

Il me revient de clôturer cet Amphi de l'AFTI. Avant toute chose, je voudrais vous remercier de vous être déplacés si nombreux ce matin, remercier tous les intervenants pour leur travail. Un remerciement collectif qui s'adresse à toutes celles et tous ceux qui depuis plusieurs mois, pour ne pas dire plusieurs années, participent à cette aventure MIF 2 qui, vous l'aurez compris, ne semble pas tout à fait terminée.

Le guide AFTI est le fruit d'un travail de longue haleine auquel vous avez été nombreux à contribuer. Il s'est enrichi des apports des associations professionnelles partenaires. Je tiens à les citer : la Fédération Bancaire Française (FBF), l'Association française de la gestion financière (AFG) et l'Association française des marchés financiers (AMAFI). Il est également le fruit de nos échanges avec l'Autorité des marchés financiers (AMF). Ce document est le témoin d'une grande expertise, non seulement dans nos différentes associations, mais plus largement dans l'ensemble des établissements de la Place de Paris. Ce guide a été établi grâce aux travaux effectués tout au long de l'année 2017, mais c'est un document vivant qui évoluera au fur et à mesure que se préciseront certains points encore ouverts. Son ambition est d'être, avant tout, un instrument utile pour chacun d'entre vous.

Présenter ce guide ainsi que l'ensemble des travaux qui ont été menés depuis plusieurs mois dans le cadre MIF 2, fait partie des missions de l'AFTI. Il est impossible de compter le nombre d'heures passées à consulter les 1 700 pages de réglementation, ni le nombre d'heure passées

à produire l'ensemble de ces travaux, même si nous essayons de le faire dans notre rapport annuel. A ce titre, je vous invite à nous rejoindre et à participer aux travaux de nos groupes de travail. C'est en enrichissant nos groupes de travail que nous arrivons à produire nos « livrables » que sont les guides, chartes, cahiers des charges, etc.

Il a été rappelé que la France fait figure de bon élève européen car 17 Etats-membres n'ont pas, ou n'ont que partiellement, transposé la directive. C'est un constat satisfaisant pour la Place. Pour autant, permettez-moi d'exprimer un sentiment partagé par mes collègues : trop de sujets ont été traités dans ce « paquet » MIF 2. À quelques jours de son entrée en vigueur, il est clair que sa mise en œuvre est effectivement une tâche très difficile, probablement trop compliquée, même si nous avons bénéficié d'un sursis d'une année. Cette complication fait naître des risques – dont nous sommes tous conscients aujourd'hui – puisque nous avons été conduits à retenir des options, en accord avec l'Autorité des marchés financiers, sur lesquelles l'Autorité européenne des marchés financiers ne s'est pas encore prononcée dans ses orientations (*Guidelines*). Même si certaines options nous mettent parfois objectivement en risque, elles ont été bien évidemment retenues de telle manière que celui-ci soit toujours le plus faible possible.

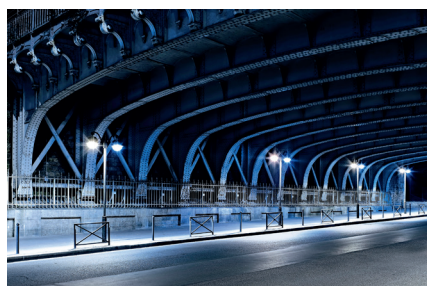
Il a été beaucoup question de coûts et de charges. Mais, un point qui n'a pas été mentionné jusqu'ici et qui mérite d'être mentionné, concerne les coûts engagés par les intermé-

diaires pour mettre en œuvre cette réglementation au sens large. Ce sont des investissements très importants qui ont été et seront encore consacrés par l'ensemble des membres des différentes associations. Dans une moindre mesure, ceci est également vrai pour l'AFTI qui a y consacré beaucoup de temps, d'énergie et de ressources. Les questions que nous sommes en droit de nous poser aujourd'hui sont les suivantes : quel sera le retour sur investissement et quel sera le bénéfice collectif de MIF 2 ?

Même si nous pouvons anticiper que MIF 2 connaîtra des évolutions dans le futur, nous appelons donc de nos vœux une pause réglementaire afin de finaliser la mise en œuvre des dispositions de MIF 2.

Enfin, la refonte de l'organisation des autorités européennes de surveillance (*European Supervisory Authority, ESA*) est actuellement à l'ordre du jour. Au-delà des sujets de gouvernance et de financement, nous espérons que se créera une véritable réflexion en ce qui concerne la pertinence, le rythme et l'organisation des nouvelles initiatives qui ne manqueront pas de voir le jour dans les prochaines années. Des enseignements utiles de l'expérience « MIF2 » me semblent pouvoir être utilement tirés à cet égard. En effet, trop souvent le système, tel qu'il est actuellement conçu, n'a pas réussi à apporter en temps et en heure des précisions et clarifications indispensables.

Merci de m'avoir permis de partager avec vous ces réflexions. ■



Spécial Amphi

Périodique édité par l'AFTI • ISSN 2428-0801

Directeur de Publication : **Éric Dérobert**

Rédacteur en chef : **Éric Dérobert**

Rédaction : **Bruno Douvry**

Réalisation : **Café Noir**

Photo : détail de « L'autre côté » de **Germain Plouvier**, en partenariat artistique avec l'AFTI.

Les supports de présentation sont disponibles sur www.afti.asso.fr

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 01 - Fax : 01 48 00 50 48