

CONFÉRENCE DU 20 SEPTEMBRE 2023

Finance durable & MiFID 2 Enjeux pour les acteurs et point sur les travaux de Place

Introduction

Pascal Guillot, *Président, France Post-Marché*

Cette conférence est importante à plusieurs titres. Le premier, en raison de ses partenariats avec la FBF, l'Amafi, l'AFG et France Invest. Le deuxième, en raison de la diversité de ses intervenants : des experts de l'ensemble de ces associations et de manière générale, de l'ensemble des acteurs financiers, producteurs, distributeurs, sociétés de gestion, et représentants de nos instances de régulation. Je vous remercie tous pour vos interventions.

De plus, c'est la première fois que France Post-Marché organise un événement hybride en présentiel et en distanciel.

Enfin, le nombre de participants (une centaine en présentiel et plus de 800 connexions) montre les attentes de la profession sur la finance durable et les impacts sur MIF 2.

J'espère que cette conférence répondra à vos attentes.

Deux tables rondes seront suivies de questions-réponses. Jérôme Rebol, de la direction de la régulation et des affaires internationales de l'AMF, présentera ensuite la vision

française face aux enjeux internationaux. La conclusion reviendra à Philippe Setbon, président de l'AFG.

Notre intention est de vous éclairer sur les enjeux, les travaux en cours et les questions en suspens.

Le dispositif MIF 2, conçu au lendemain de la crise financière, avec sa directive MIFID2 et son règlement MIFIR, a contribué à redessiner en profondeur l'organisation de nos marchés financiers, en particulier celui des actions, dans un univers de négociation et de transparence accrue, ainsi que le renforcement de la protection des investisseurs avec un double objectif : plus de transparence et d'information donnée à l'investisseur.

De la même manière, le nouveau cadre européen de la finance durable refondra en profondeur nos activités pour les années qui viennent. Il vise à doter l'Europe d'un cadre réglementaire à long terme, orientant les marchés de capitaux vers les projets et activités nécessaires pour financer une transition énergétique durable. Il comprend 4 textes principaux : le règlement Taxono-

mie, le règlement SFDR, la directive Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) concernant le reporting ESG, et les amendements à MIFID2. Autant de dispositifs que nous tenterons de préciser lors de cette conférence.

Les travaux de Place en cours au sein de nos différentes associations, entre nos associations, la refonte en cours du Guide pratique de France Post-Marché sur MIFID, le dialogue régulier engagé avec l'AMF, visent à éclaircir et à faciliter la mise en œuvre de ces dispositifs réglementaires. A cet égard et avant de rentrer dans le vif du sujet avec notre première table ronde, je tiens à rendre hommage à la personne sans qui la refonte de ce guide et cette conférence n'auraient pas été initiés : Stéphanie Saint Pé, notre déléguée générale, nous a quittés prématurément et subitement cet été. En sa mémoire et pour saluer son professionnalisme, son expertise, son engagement, sa passion, je souhaite que nous observions une minute de silence.

TABLE RONDE 1

Finance durable : enjeux et perspectives pour la chaîne de valeur des acteurs financiers

Animateurs : SQUARE Management – Vincent François et Marie Vigué

Intervenants : • AMAFI - Catherine Balençon, Directrice Conformité • BNP PARIBAS - Sophie Devillers, Head of Sustainable Finance et Ambassadrice ESG - France Post-Marché • AFPDB - Florent Vincent, Manager risques op. et conduites RSE/ESG - Société Générale Corporate and Investment Banking • AFG - Ana Pires, Directrice Investissement Responsable • AMF - Chloé Abdessater, chargée de mission Finance durable • AMF - Bruno Buresi, Direction des contrôles • SG - Claire Douchy, Directrice des Engagements Sociétaux et des Projets Responsables

Marie Vigué :

Cette table ronde arrive à un moment charnière dans le momentum réglementaire de la finance durable puisque nous aurons bientôt 4 ans de recul sur les différents textes. SFDR a en effet été publié en 2019 et a été suivi de nombreuses consultations et publications complémentaires comme MIFID2, Taxonomie et CSRD. Durant ces 4 ans, les acteurs ont pu comprendre ces textes, se les approprier, en identifier les limites et également, faire évoluer leurs pratiques en matière de documentation et de caractéristiques des produits, ainsi que leur politique de gestion. En complément, les associations de Place se sont elles aussi structurées pour répondre à cette pression réglementaire et organisées afin d'accompagner les acteurs pour développer les meilleures pratiques de marché. L'AMF a ensuite commencé ses contrôles et ses questionnaires sur les modalités de mise en œuvre de ces différents textes. Enfin, les clients ont constaté les évolutions du marché avec de nouvelles dénominations pour les fonds d'investissement et de nouvelles pratiques dans la façon de prendre en compte leurs préférences en matière de durabilité. Cet écosystème s'est structuré au fil des exigences réglementaires ; il a évolué et s'est amélioré afin de répondre à l'enjeu principal qui est de lutter contre le greenwashing.

La table ronde sera l'occasion de faire dialoguer les différents acteurs de l'écosystème : les représentants des associations professionnelles, des institutions financières et l'AMF. Elle présentera à la fois une rétrospective, les différents défis à relever dans cette mise en conformité réglementaire, et quelques perspectives puisque l'été a encore été riche en consultations et publications de la part de la Commission européenne et de l'Autorité européenne des marchés financiers - Esma (European Securities and Markets Authority).



Un cadre européen de la finance durable qui s'articule autour de 4 textes principaux

Texte	Description	Calendrier
Règlement Taxonomie (UE) 2020/852	<ul style="list-style-type: none"> Référentiel commun de classification des activités durables « vertes » sur la base de critères scientifiques Brique intégrée au reporting des entreprises (CSRD) et des produits financiers (SFDR) 	<ul style="list-style-type: none"> L1 taxonomie (et donc les obligations d'engagement d'alignement taxonomie des produits SFDR) en vigueur depuis le 1/1/2022
Règlement SFDR (UE) 2019/2088	Régime de transparence des acteurs financiers et des produits autour de différents aspects de durabilité	<ul style="list-style-type: none"> L1 en vigueur depuis le 10/03/2021 L2 en vigueur depuis le 1/1/2023 Différents Q&A d'interprétation et d'application de la COM et des ESAs publiés depuis 2021
Directive CSRD (UE) 2022/2464	Exigences de reporting de durabilité des sociétés qui visent à i) harmoniser ce reporting et ii) améliorer la disponibilité et qualité des données ESG	<ul style="list-style-type: none"> Application progressive à partir du 1/1/2024 Publication par la COM de son projet d'acte délégué sur les ESRS (période de non-objection de 4 mois par le conseil et parlement EU)
Amendements à MIFID II (Suitability : règlement délégué (UE) 2021/1253 et POG : directive déléguée (UE) 2021/1269)	<ul style="list-style-type: none"> Suitability : évaluer et prendre en compte les préférences de durabilité des clients POG : intégrer les critères de durabilité dans la définition du marché cible des produits 	<ul style="list-style-type: none"> Suitability : en vigueur depuis le 2/8/2022 POG : en vigueur depuis le 22/10/2022 Guidelines respectives en vigueur le 3/10/2023



Sophie Devillers :

Avant toute chose, je tiens à rappeler le contexte dans lequel nous évoluons : en mars 2023, le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) a publié un nouveau rapport et a insisté sur le fait que les émissions de gaz à effet de serre accélèrent le réchauffement climatique à une vitesse sans précédent. Limiter ce réchauffement à 1,5 ou 2 degrés nécessite des investissements annuels moyens trois à six fois supérieurs au niveau actuel. Tous les acteurs de la Place ont conscience de ces enjeux et du rôle qu'ils ont à jouer pour accompagner et accélérer cette transition. L'Union européenne n'a pas attendu la publication du dernier rapport du GIEC pour agir : elle s'est dotée depuis plusieurs années d'un cadre réglementaire qui a pour vocation d'orienter les capitaux vers des activités plus durables. C'est l'enjeu du pacte vert ou green deal de l'UE, qui repose sur les

règlements Sustainable Finance Disclosure (SFDR), Taxonomie et les indices climatiques. Cette triade permet non seulement une cohérence mais aussi une complétude puisqu'elle vise à intégrer des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans l'ensemble de la chaîne de valeur, de la création du produit avec SFDR jusqu'au point de vente final avec un MIFID2 adapté. Ce faisant, l'UE se place en leader mondial d'une vision de la finance durable qui utilise les outils de la finance : obtenir des résultats positifs dans les entreprises et le monde réel. Cela n'exclut pas une certaine complexité pour les acteurs financiers, d'autant plus présente par la désynchronisation entre la réglementation et les textes d'application dont la Taxonomie est un exemple. Nous sommes cependant tous engagés pour participer voire accélérer cette transition en trouvant ensemble des solutions.

Chloé Abdessater :

Je vais vous présenter plus en détail les textes mentionnés par Sophie Devillers qui font partie du new green deal ou pacte vert (voir slide ci-dessus).

- Le Règlement Taxonomie a pour objectif de créer un dictionnaire commun pour identifier les activités durables vertes. Une des conséquences de ce texte est d'exiger de certains produits de s'engager sur un minimum d'alignement Taxonomie et de reporter cet alignement en ex post. Sont concernés les fonds article 8 (les fonds promouvant des caractéristiques environnementales et/ou sociales) et article 9 (fonds ayant un objectif d'investissement durable, c'est-à-dire investissant dans une activité qui contribue à un objectif environnemental ou social) selon le règlement SFDR.

- Le Règlement SFDR soulève encore beaucoup de questions. Les normes techniques réglementaires - RTS SFDR de niveau 2 sont en cours de mise à jour et le nouveau texte devrait entrer en vigueur en 2025. La consultation de la Commission européenne sur le texte de niveau 1 a été lancée mi-septembre pour collecter des informations et identifier les obstacles afin de le faire évoluer. Je vous invite à y répondre en gardant en tête qu'elle n'aboutira pas avant quelques années.

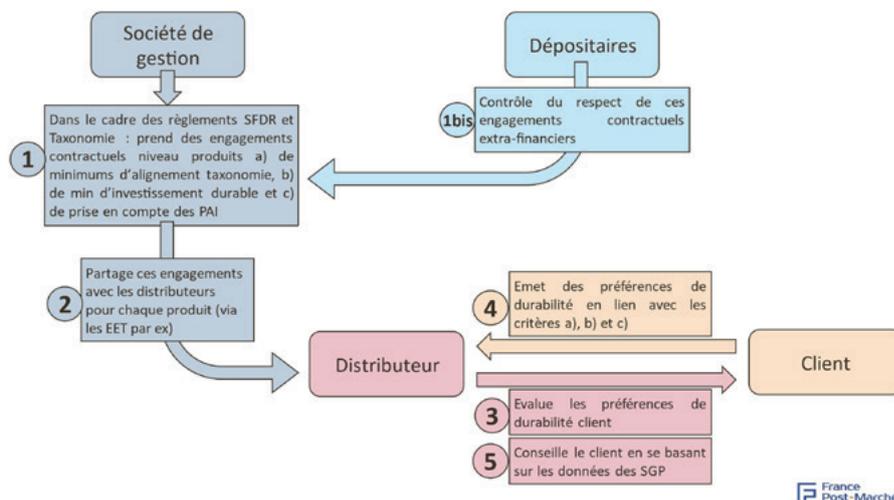
- La directive CSRD définit les exigences de reporting sur les aspects extra-financiers. Elle concerne les entreprises financières et non financières. Des normes de reporting (IFRS) ont été publiées par la Commission européenne en juillet 2023, mais ne sont pas encore validées.

- Les amendements au règlement MIFID (Suitability et POG - Product Oversight and Governance, en français « surveillance et gouvernance produit ») dont les Guidelines entrent en vigueur début octobre 2023.

- Dernier texte qui ne figure pas dans la slide, le projet de règlement publié par la Commission européenne pour encadrer les communications des agences de notation extra-financières. Ce texte n'est pas finalisé, mais l'intention est plutôt positive.

Comme l'a rappelé Sophie Devillers, ces textes impactent toute la chaîne de valeur, comme l'illustre le schéma ci-dessus.

Impact des textes sur les différents acteurs financiers



Quels sont les principaux enjeux pour les sociétés de gestion ?

Ana Pires :

L'AFG et les sociétés de gestion sont engagées sur les sujets ISR. Une commission dédiée a été créée au sein de l'AFG dès 2001, bien avant la mise en place du cadre réglementaire sur la finance durable. Le cadre réglementaire n'a fait qu'améliorer la prise de conscience des sociétés de gestion sur les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance. A fin 2021, notre enquête annuelle sur l'investissement responsable montrait que l'encours sur les investissements responsables s'élevait à plus de 2 000 milliards d'euros en France selon la classification SFDR. Ces chiffres seront mis à jour début octobre pour 2022.

Un des principaux enjeux pour nos gérants est ce besoin de clarification et de simplification. Certains concepts sont encore imprécis, pour preuve les nombreuses précisions apportées par les autorités européennes sur SFDR.

Un premier enjeu est lié aux définitions. Par exemple, la définition de promotion des caractéristiques environnementales et/ou sociales est à ce stade assez large : dès lors que figure une mention ESG dans le document réglementaire, il faudra le catégoriser en « produit article 8 ». De même, la définition d'investissement durable est très large. L'AFG a donc travaillé avec ses membres sur des principes de définition pour cette notion « d'investissement durable ».

L'AFG considère qu'une entreprise doit être considérée comme durable dans sa totalité si elle est « active » et « engagée ». Lorsqu'une société de gestion investit sur un émetteur, elle investit en effet dans l'entreprise en général et non uniquement dans une partie de son activité. Il faut donc sens de considérer la totalité de l'entreprise. Pourquoi « engagée » ? Car nous estimons qu'une entreprise engagée dans un processus de transition doit pouvoir être accompagnée. Il ne s'agit pas de financer uniquement les entreprises « déjà à la cible » pour atteindre les objectifs de la Commission européenne de réallocation des flux financiers vers la finance durable. Dans ce cadre, nous considérons qu'une entreprise qui possède un plan de transition estimé comme robuste, mesurable et opposable, doit être considérée comme durable dans sa totalité. Pourquoi « active » ? Nous devons avoir une illustration de cette contribution, soit dans l'alignement Taxonomie, soit via des objectifs environnementaux et sociaux - nous pouvons ici faire référence à différents cadres, notamment les objectifs de développement durable (ODD). Le cadre réglementaire est moins fourni pour le social, néanmoins le social ne doit pas être oublié. Un second enjeu porte sur la donnée extra-financière. Jusqu'à présent, le cadre réglementaire s'est concentré sur le reporting des institutions financières, moins sur celui des émetteurs. Nous accueillons favorablement l'entrée en application en 2024 de la directive CSRD qui va permettre d'aligner

et de donner un certain nombre d'informations pour que les institutions financières et les gérants puissent répondre à leurs obligations réglementaires, notamment dans le cadre de SFDR. Toutefois, au vu des actes délégués publiés fin juillet 2023, nous regrettons que le principe de matérialité s'applique à tous les indicateurs que devront publier les émetteurs. Les sociétés de gestion vont donc devoir publier alors que les émetteurs ont la possibilité d'indiquer qu'un élément n'est pas matériel. La Commission européenne a indiqué qu'elle allait préciser comment les institutions financières devront aborder ce sujet dans leur reporting, c'est un point que nous allons suivre de près. Enfin, nous accueillons favorablement la proposition de règlement sur l'encadrement des fournisseurs de notation ESG dont nous sommes dépendants en l'absence de donnée harmonisée et facilement accessible. Nous regrettons néanmoins que la proposition actuelle ne couvre malheureusement que les fournisseurs de notation et nous estimons qu'elle devrait inclure également les fournisseurs de données brutes.

Quel avis porte l'AMF sur les pratiques mises en place par l'AFG ?

Chloé Abdessater :

Nous échangeons régulièrement avec les associations professionnelles sur les difficultés que soulèvent ces textes, qu'il s'agisse du règlement Taxonomie ou de la directive SFDR. Nous sommes tout à fait conscients de leur complexité et travaillons à leur simplification lorsque nous en avons l'opportunité au niveau européen. Ces textes commencent à dater. Il faut maintenant se mettre en ordre de marche et éviter de se mettre en situation de risque de non-conformité car la Commission et les ESA (autorités européennes de surveillance) ont déjà lancé des contrôles sur ces sujets, par exemple en juillet 2023 pour le niveau 2 de SFDR lancé en janvier 2023. Les instances européennes sont moins patientes sur ces sujets.

Je souhaite également mentionner l'impact - indirect - de MIF sur les gérants. Pour augmenter la probabilité d'avoir des produits commercialisés face aux préférences de durabilité, les gérants ont tout intérêt à prendre des engagements de plus en plus ambitieux sur les trois critères de durabilité : Taxonomie, investissement durable et principales incidences négatives (Principal Adverse Impact en anglais - PAI).

Pour les dépositaires et les SGP, pour rappel, le processus de contrôle classique appliqué aux engagements financiers des fonds s'applique aussi aux engagements extra-financiers.

Comment ces engagements extra-financiers contractuels pris par les sociétés de gestion de portefeuille sont-ils contrôlés ?

Bruno Buresi :

L'Autorité des marchés financiers mène des contrôles sur le sujet ESG/ISR. En 2022, c'est un contrôle « spot » qui a été mené, c'est-à-dire le contrôle de 5 sociétés de gestion en parallèle sur une thématique unique : le dispositif permettant aux SGP de s'assurer du respect à tout moment des engagements extra-financiers contractuels de leurs fonds. La synthèse du contrôle ainsi que la synthèse du contrôle précédent mené sur la gestion ESG/ISR sont disponibles sur le site internet de l'AMF. Je vous propose de vous y référer pour plus de détails. Je m'attacherai dans ma présentation aux points saillants.

Du point de vue de la méthode, la particularité de ce contrôle est l'approche concertée avec les services du suivi (Direction de la gestion d'actifs - DGA) dont Chloé est la représentante. La synthèse présente une approche « zoom-in zoom-out » : le contrôle des 5 sociétés de gestion est complété par une approche plus générale, statistique, fondée sur un questionnaire envoyé à l'ensemble des sociétés de gestion de la Place. Cela permet d'avoir une photographie à un instant t de la manière dont ces engagements extra-financiers sont décidés, validés et contrôlés dans les sociétés de gestion du panel.

En termes d'organisation, nous avons opéré sur des sociétés qui fonctionnent de la même manière, majoritairement avec une stratégie ESG « best in class » et une approche de réduction progressive de l'univers d'investissement initial par exclusions (liées à des controverses ou des notes ESG rendant tel ou tel actif inéligible, étant entendu que ces notes peuvent être adaptées via un système de forçage interne qu'il convient de suivre et dont nous avons analysé la pertinence. Nous avons constaté une hausse significative des moyens humains mis en œuvre sur ce périmètre de la gestion ESG et sur les fonctions périphériques de contrôle et de validation : 7 % des effectifs totaux

des SGP du panel sont dévolus en moyenne à cette activité. Une hausse de 80 % de ces effectifs est constatée entre 2020 et 2022 (3 ans).

Un point intéressant tient au système d'information : autant les données utilisées sont externes, autant le système d'information qui les analyse pour déboucher sur la notation est issu d'un algorithme propriétaire. Les 5 SGP contrôlées ont développé leur algorithme, parfois même très récemment, ce qui a permis une analyse de l'avant et de l'après mise en place de cet algorithme propriétaire. Le niveau de couverture des données alimentant cet algorithme a augmenté de 67 %, entraînant une hausse des coûts de 90 % pour l'acquisition de ces données par les sociétés de gestion. Les sociétés de gestion ont mis en place des arbres de décision permettant de gérer les données potentiellement contradictoires sur un même thème. Nous avons toutefois constaté un manque : la proportion des SGP ayant mis en place un contrôle de la qualité des données avant ingestion par le système de notation est très faible, avec une société sur les 5 contrôlées. Si, en raison d'une erreur ou d'une panne, les données injectées s'avéraient erronées, le risque est important que ces erreurs ne soient détectées qu'après avoir impacté les notes ESG des actifs.

Le processus de sélection des fournisseurs de données extra-financières demeure opaque : le processus de sélection et de contrôle de la qualité du service rendu demeure insuffisamment formalisé parmi les sociétés de gestion contrôlées. Néanmoins, le taux de rotation de ces fournisseurs est très faible. En revanche, nous n'avons pas noté de concentration élevée des mêmes fournisseurs sur le panel SPOT, mais, au contraire, une certaine hétérogénéité avec la présence dans ce panorama de fournisseurs nouveaux, essentiellement des start-up très spécialisées.

Si le processus de construction initial de l'univers d'investissement est bien encadré par les procédures et structuré par des comités, le processus de revue régulière de la cohérence de cet univers d'investissement par rapport à la politique d'investissement du fonds est insuffisamment formalisé et cadré.

La mise en place au sein des sociétés du panel d'un mécanisme de forçage permettant de modifier à la hausse ou à la baisse la note ESG lorsque le gérant dispose d'informations plus récentes que celles fournies

par les fournisseurs de données extra-financières, est bien formalisé. En revanche, la conservation de la piste d'audit relative à la mécanique de notation l'est moins. Cela est principalement dû au fait que ces sociétés sont passées d'un système de notation à un autre au moment de la période de contrôle, rendant la piste d'audit sur l'ancien système de notation moins disponible ou structurée que celle du nouveau.

S'agissant des contrôles préalables à la négociation (pré-trade) et post-trade, qui servent à piloter le respect des engagements extra-financiers contractuels sur la durée, nous avons constaté une pratique insuffisante de la combinaison du contrôle pré-trade et post-trade. Le contrôle est adapté au type d'engagement : un engagement à faible volatilité comme une exclusion nette sera plutôt suivi par un contrôle pré-trade tandis qu'un engagement à forte volatilité sera suivi par un contrôle post-trade. L'approche combinatoire de ces deux contrôles, de manière à avoir le pré-trade qui intervient en première ligne pour éliminer le plus gros des menaces, et le post-trade qui fait la « voiture-balai » après-coup, apparaît comme la plus vertueuse à ce stade.

Un contrôle détecte le non-respect avéré d'un engagement du fonds, appelé breach. Si très peu de breach actifs ont été détectés sur le panel contrôlé, notamment parce qu'il existe de plus en plus de pré-trade automatisés et bloquants permettant de les éviter. En revanche, le volume de breach passifs (qui ne sont pas dus à une action directe du gérant mais, par exemple, à une opération de souscription-rachat), est croissant. Le point manquant constaté sur le panel est une règle formelle permettant de requalifier un breach passif en breach actif après un certain temps de non-traitement.

Le positionnement des dépositaires sur le sujet du respect des engagements extra-financiers contractuels est hétérogène. Parmi les SGP ayant répondu au questionnaire et ayant au moins un engagement sur au moins un de leurs fonds (environ 176 sociétés), 30 % ont échangé avec leur dépositaire alors que sur le panel SPOT, un seul dépositaire était impliqué (de manière hétérogène là aussi) dans le contrôle du respect des engagements extra-financiers contractuels.

Nous avons constaté une grande hétérogénéité de l'information des porteurs : les engagements extra-financiers ne sont pas

présentés de la même manière et avec la même exhaustivité d'un support à l'autre et d'une année sur l'autre si l'on considère la documentation commerciale et la documentation réglementaire. Il en est de même s'agissant des fournisseurs de données extra-financières utilisés par les SGP.

Concernant le contrôle interne en place, le contrôle de niveau 2 et de niveau 3 est quasi inexistant sur la présentation des engagements extra-financiers et des fournisseurs de données extra-financières dans la documentation commerciale et réglementaire. Il n'existe pas de tests menés régulièrement sur un échantillon de documentation commerciale et réglementaire pour vérifier comment les engagements extra-financiers y sont présentés sur la durée. Des travaux de contrôle permanent ont été menés en revanche sur le respect des engagements et l'usage du forçage pour les sociétés qui, sur la période du contrôle, ont bénéficié en amont d'un audit préalable sur l'intégralité de leur dispositif ESG/ISR.

Quels sont les enjeux des acteurs post-marché, en particulier des dépositaires ?

Sophie Devillers :

Initialement, les réglementations SFDR et MIF s'appliquaient avant tout aux producteurs et aux conseillers en investissement. À la suite de la publication de SFDR le 12 juin 2023, on comprend que l'AMF place au même niveau les engagements financiers et extra-financiers tout en soulignant la responsabilité des sociétés de gestion de mettre à disposition la donnée pour que nous puissions opérer des contrôles. Cela a le mérite de clarifier le rôle des dépositaires. Cependant, certains points restent à préciser dans les semaines et mois à venir pour la mise en œuvre de ces réglementations. C'est l'objectif du groupe de Place lancé en juin 2023 sous le leadership de Corinne Socha et qui rassemble les acteurs impactés : les dépositaires mais aussi les sociétés de gestion. Les dépositaires ont déjà adapté leurs contrôles et leurs plans d'audit en intégrant les thématiques ESG. Le groupe de Place a pour vocation de compléter l'existant et de soulever et d'apporter des réponses aux questions en suspens. Pour les dépositaires, cela signifie intégrer de la donnée ESG et continuer de développer une expertise sur les nouvelles règles de contrôle mais aussi, plus globalement, sur ces données ESG, avec des coûts supplémentaires et

des enjeux techniques très forts.

Le groupe de Place précisera la fréquence et la granularité des contrôles qui s'effectueront sur des données ou des définitions non normées. La Taxonomie et la désynchronisation ont déjà été évoquées. CSRD et le point d'accès unique européen pour les rapports des entreprises en matière financière et de durabilité (European Single Access Point - ESAP) seront également désynchronisés.

La définition même de l'investissement durable est à la main des sociétés de gestion. Si nous pouvons demander aux sociétés de gestion de nous fournir ces données afin de contrôler le respect des limites présentées dans les prospectus, nous sommes incapables de contrôler de manière totalement indépendante leur exactitude et leur cohérence.

Le résultat d'un contrôle sur un point de donnée varie de manière significative en face d'un même point de donnée selon le fournisseur : le groupe de Place sera l'occasion de discuter des bonnes pratiques pour surmonter cette difficulté. Nous serons également très attentifs à la future réglementation sur les fournisseurs de données extra-financières en espérant qu'elle pourra nous aider.

Les dépositaires sont des acteurs globaux avec des clients souvent globaux et souvent multi locaux : nous devons donc être très attentifs à la vision des autres régulateurs au sein de l'Union européenne pour arriver à une homogénéité des contrôles extra-financiers qui nous sont demandés afin d'assurer un même niveau de sécurité pour l'investisseur final au sein de l'UE.

Le groupe de Place avance à bon rythme, mais il faut prendre le temps de soulever tous ces points afin d'assurer une bonne mise en œuvre opérationnelle.

Après les sociétés de gestion et les dépositaires, quels sont les enjeux réglementaires pour les producteurs de titres et de produits dérivés ?

Catherine Balençon :

La finance durable est aussi un enjeu considérable pour les adhérents de l'Amafi, qui sont à la fois producteurs et distributeurs d'instruments financiers. Une partie significative de nos travaux consiste à aider nos adhérents dans la mise en œuvre des textes législatifs et réglementaires. Comme cela déjà été exprimé autour de cette table,

nous constatons l'extrême complexité de ce cadre réglementaire, avec des concepts parfois mal définis, peu homogènes, des procédures très lourdes, des clients qui ne comprennent pas toujours de quoi il s'agit ; quant aux conseillers, ils ne maîtrisent pas non plus le sujet. De ce fait, ce cadre réglementaire n'a pas le succès escompté : l'Amafi vient de répondre à l'appel à commentaires (call for evidence) de l'Esma sur les dispositions MIF2/ESG avec le constat que seuls 20 % des clients énoncent des préférences ESG.

A la différence des gérants, nos adhérents sont producteurs d'instruments financiers qui n'entrent pas dans le champ de la directive SFDR : titres simples (actions et obligations), instruments financiers dérivés et produits structurés. Pour autant, comme les autres instruments financiers, ils ont vocation à être distribués sous le « carcan » des dispositions MIF : il faut en examiner la durabilité. Cela implique aussi des enjeux business puisque ces instruments ne pourront être conseillés à des clients qui auraient exprimé une préférence ESG que si ces instruments ont eux-mêmes une composante ESG.

Nous avons mené des travaux sur les titres simples dont les banques conseils en particulier sont réputées être les producteurs sur le marché primaire. Nous nous sommes interrogés sur la façon de déterminer la durabilité d'une action ou d'une obligation sur le marché primaire. Mis à part le cas spécifique des green bond où existent des mécanismes d'allocation des sommes levées, nous sommes arrivés à la conclusion que la durabilité de ces instruments financiers est identique à la durabilité de leurs émetteurs. Cela nous renvoie aux critères de durabilité de l'émetteur lui-même qui, en théorie, font l'objet d'une publication par l'intermédiaire des textes CSRD, en grande partie non encore applicables. Nous avons relaté ce premier écueil à l'Esma. Il pourrait exister des alternatives consistant pour ces prestataires à mettre en œuvre des mécanismes pour pouvoir eux-mêmes évaluer la durabilité des instruments financiers. Cela requiert une expertise qui n'est pas à la portée du premier prestataire de service d'investissement venu.

Pour le traitement des produits dérivés, l'Amafi a souligné l'importance d'avoir une approche commune en fonction des différents textes, de prendre en compte ces dérivés de manière homogène. Elle souhaite

que l'on donne la priorité aux dérivés actions et obligations, pour lesquels il est possible de déterminer un alignement avec la Taxonomie, ce qui est plus compliqué pour les dérivés de taux et de change, par exemple. L'Amafi pense que les produits dérivés sur actions et obligations peuvent impacter la durabilité par l'exposition qu'ils créent ou, a contrario, suppriment à l'actif sous-jacent.

Florent Vincent :

À propos de dérivés, la plateforme pour la finance durable de la Commission européenne a créé un sous-groupe de travail dédié dont nous attendons avec impatience les conclusions. Le schéma montré par l'AMF s'agissant des sociétés de gestion aurait pu être le même pour les producteurs d'instruments financiers de type titres de créance structurés, même si nous faisons face à une problématique supplémentaire. Il existe deux composantes dans un produit structuré : une composante dérivée évoquée par Catherine Balençon, et une composante funding. Pour la composante funding, nous avons peu ou prou les mêmes problématiques que les gérants dans la démonstration de l'utilisation du cash que l'on fait et que l'on réinjecterait dans l'économie, à ceci près que certains asset manager ont une politique de vote et d'engagement que les banques, par principe, n'ont pas. Pour ces raisons et du fait que les produits structurés n'entrent pas pour l'instant dans le périmètre de SFDR, l'AFPDB a pris les devants et œuvré pour un consensus de Place sur des sujets basiques tels que comment, par des critères minimaux, définir si un produit structuré peut être classifié d'ESG et, puisque nous sommes rattrapés par MIF 2, pouvoir être éligibles à une cible marché positive.

Les critères minimaux que l'on retrouve sur la Place depuis plusieurs années sont relatifs à l'application d'exclusions sectorielles (tant au niveau du funding, via les politiques sectorielles que des sous-jacents). Nous retrouvons quelques-uns de ces points intégrés dans nos travaux de Place. Le parti pris à l'époque était de prendre des critères qualitatifs et faciles à comprendre. Cela a mené à produire deux livrables :

- La charte ESG des produits structurés AFPDB, non encore publiée en raison des discussions avec les régulateurs et les associations de Place, mais dont l'utilisation sera principalement BtoB (producteurs-distributeurs) puis, nous l'espérons, BtoB-toC (producteurs-distributeurs-clients). Les

critères minimaux permettent de classer les produits structurés en deux types : des produits assimilés « article 8 » de premier niveau de caractéristique ESG, avec des critères d'exclusion, de sélection, et une grande transparence à donner au distributeur pour le client et au producteur pour le distributeur via notamment des modèles d'échange de données comme le European ESG Template (EET). Un second niveau de label appelé « objectif durable » pour des produits assimilés « articles 9 », auxquels nous avons apporté des critères plus structurants et contraignants, notamment au niveau du funding, avec le respect de certains engagements internationaux comme les standards de l'ICMA (International Capital Market Association) pour les green bond ou les social bond. Au niveau du sous-jacent, nous poussons pour des indices alignés avec les Accords de Paris (PAB - Paris Aligned Benchmarks), pour lesquels nous disposons de critères assez stricts.

- Le second livrable à venir pour la fin 2023 - sorte de vade mecum construit en 5 sections -, donne des indications, des positions et interprétations à la Place, notamment aux petits producteurs et distributeurs français, sur la possibilité ou non de définir une cible marché positive sur les produits structurés en vertu des 3 piliers (Taxonomie, Durabilité, prise en compte des PAI).

Nous avons vocation à participer à la transition avec nos spécificités. Notre but est de participer à tous les travaux entrepris en France et en Europe, pour pousser nos idées.

Note post intervention : une communication de l'AMAFI et de l'AFPDB sur ces deux derniers points est à venir par suite d'échanges récents avec le régulateur français.

Quels sont les impacts des réglementations pour les conseillers en investissement et les distributeurs ?

Claire Douchy :

Nous accueillons avec plaisir cette réglementation en tant que distributeur car elle structure énormément le dialogue entre le conseiller et le client, ainsi que l'offre de produits financiers. Nous avons retenu 3 grands défis pour les distributeurs : le premier est l'opérationnalisation de MIF 2, le deuxième est la pédagogie et le troisième la construction des offres, notamment pour les produits non soumis à SFDR.

Premier défi : l'opérationnalisation. Il a fallu

se demander quelles questions poser aux clients, comment être suffisamment clair sans les perdre, quelle approche retenir ? Comment les interroger sur des proportions dans leur portefeuille ? Tous ces sujets ont donné lieu au « questionnaire d'évaluation profil investisseur ESG » comme nous l'avons appelé dans notre groupe. Un autre défi a été de s'adapter aux recommandations assez tardives dans la manière de questionner le client sur la proportion des taux d'investissement durable, qui nous a amenés à réviser notre questionnaire alors qu'il était déjà opérationnel.

Deuxième défi : la pédagogie. Ces concepts sont compliqués pour le client qui commençait à s'habituer au label ISR, aux différentes approches d'investissement responsable et qui doit désormais comprendre ce que signifie la Taxonomie, l'investissement durable, les PAI. L'enjeu est d'être suffisamment pédagogue pour que le client ne rejette pas ces concepts complexes et arrive à exprimer ses préférences durables. Autre défi pour le conseiller : accompagner le client pour l'aider à décrypter le questionnaire de manière neutre. Cela nécessite un parcours pédagogique tant pour le client que pour le conseiller.

Troisième défi : la construction des offres. Comment conseiller en tenant compte des préférences durables d'un client par ailleurs très prudent alors que l'offre n'est pas toujours disponible ? Vous l'avez indiqué : 20 % des clients expriment des préférences durables. Nous avons observé que lorsque nous prenons le temps d'échanger avec nos clients – ce qui est plus facile en Banque Privée –, nous arrivons à monter ce taux à 66 % pour les questionnaires complétés en 2023. Au début de l'année 2023, face aux demandes élevées de ces clients, les sociétés de gestion ne proposaient pas assez de produits aux taux d'engagement suffisants. En conclusion je veux rappeler aussi que tout ce travail est fait pour que l'épargnant exprime une préférence durable et qu'ensuite, nous puissions en tant que distributeur, nous tourner vers les producteurs et leur demander de flécher l'épargne vers une économie plus durable, juste et résiliente. Or si un client peut exprimer des préférences, ce qu'il vise avant tout est le rendement.

Catherine Balençon :

Afin de répondre aux demandes de nos adhérents, nous avons travaillé en particulier sur 3 problématiques : la première d'entre

elles concerne le traitement des opérations de couverture via des instruments financiers dérivés de taux et de change, sur lesquels il n'est pas possible d'attribuer des caractéristiques de durabilité. Pour autant, ces instruments financiers de couverture de taux et de change doivent pouvoir être utilisés par les clients de nos adhérents, y compris dans le cadre de la mise en œuvre de stratégies ESG pour lesquelles ils peuvent avoir besoin de couvrir un risque spécifique. C'est la raison pour laquelle nous avons demandé que, pour ces instruments financiers utilisés en couverture, il n'y ait pas de prise en compte de critères de préférence ESG. Le deuxième sujet auquel nous nous sommes attelés est la distribution passive d'instruments financiers. Par distribution passive, nous entendons les activités d'intermédiation via la réception-transmission d'ordres (RTO) ou l'exécution d'ordres pour compte de tiers, dans lesquelles il n'y a pas d'action positive du prestataire pour promouvoir un instrument financier ou un autre. L'application à la lettre des textes oblige néanmoins les distributeurs à déterminer la durabilité selon les 3 critères que nous connaissons sur l'ensemble de ces instruments financiers, quel que soit le service d'investissement. Nous voyons bien la difficulté rencontrée pour ces activités d'intermédiation. Nous pouvions auparavant, sur des critères financiers, mettre en place des approches génériques par type d'instrument financier. Nous pouvions considérer, par exemple, qu'une action étant un produit simple, il fallait juste une connaissance basique de la part des clients. S'agissant des critères ESG, l'approche générique n'est plus possible de sorte que, si nous voulons pouvoir laisser la possibilité à ces services de continuer à exister, il faut absolument trouver un moyen d'apprécier la durabilité ou plutôt l'absence de durabilité de ces instruments financiers de manière industrielle puisque le reste ne fonctionne pas. C'est la raison pour laquelle l'Amafi a insisté auprès de l'Esma pour que, dans ces métiers, les prestataires soient autorisés à considérer que les instruments financiers en question soient « ESG indéterminés ».

Le troisième sujet porte sur le questionnement des clients s'agissant des proportions minimales de durabilité ou d'alignement Taxonomie. Selon les guidelines, le questionnement du client doit se faire sans que le conseiller soit à même d'influer sur l'expression par le client de ses préférences

de durabilité, de sorte que celui-ci peut être amené à exprimer des pourcentages extrêmement éloignés de la réalité du marché. S'agissant de ces proportions minimales d'alignement Taxonomie et de durabilité, l'Amafi a exprimé le vœu d'avoir une approche plus centrée sur la réalité de l'offre du marché.

Chloé Abdessater :

En réaction à ce qui vient d'être dit, nous sommes conscients de la problématique des produits hors du champ de la directive SFDR et travaillons au sein de l'AMF pour répondre le plus rapidement possible aux professionnels afin qu'ils puissent se mettre en ordre de marche. Quant aux enjeux mentionnés par Catherine et Claire, nous comprenons que les guidelines ne sont pas toujours évidentes à appliquer. Au niveau de l'AMF, nous essayons d'être le plus pragmatique possible dans les réponses apportées aux associations professionnelles. Quand les textes sont clairs, même si cela peut sembler peu pertinent, cela est difficile, surtout en tant que régulateur, d'aller ouvertement à leur rencontre. L'idée est de faire remonter ces points pour les faire clarifier au niveau européen. En revanche, pour les autres points qui sont plus objet à interprétation, l'idée serait d'apporter un peu plus de flexibilité mais surtout sans vider le texte de sa substance. Nous comprenons la complexité des pourcentages et des fourchettes et sommes prêts à en discuter, mais nous ne reviendrons pas sur la manière dont elles doivent être présentées au client pour ne pas l'influencer. Par suite de nos échanges avec les professionnels de la Place, nous avons identifié certains constats, des bonnes pratiques comme des points d'attention dont la pédagogie forme un des défis les plus importants. Un autre défi est la transparence lorsque vous posez les questions au client : les textes autorisent de conseiller un produit qui ne répond qu'à certaines des préférences de durabilité MIF qu'il aurait émises (approche alternative contrairement à l'approche cumulative), donc si vous optez pour cette approche alternative, il faut veiller à rester transparent à ce propos tout au long de l'échange avec le client en utilisant des termes synthétiques et faciles à comprendre. Pour terminer sur une note positive, nous avons détecté des bonnes pratiques dans ce domaine ainsi que dans le domaine de la formation des conseillers.

Malgré les difficultés, il faut mettre en œuvre les textes de l'Esma éviter de vous mettre

en non-conformité : si vous n'êtes pas déjà prêts, il faut vous activer pour remédier à cette situation (le texte entre en vigueur dans 2 semaines !). L'appel à commentaires cité par Catherine servira aussi à l'Esma comme outil de supervision. Des contrôles européens seront certainement lancés comme cela a été fait sur SFDR.

Sophie Devillers : Je retiens 3 mots que tous ont utilisés dans cet échange : les mots « collectif » - qui signifie que tous les acteurs de la chaîne s'impliquent avec le régulateur pour construire le monde de demain - « pédagogie » et « transparence ».

Questions de la salle :

Question d'Eric Pinon, président d'honneur de l'AFG :

nous avons eu des reproches concernant les articles 8 et 9. Certains d'entre nous se sont efforcés de proposer des produits en article 9 que nous avons dû rétrograder en article 8 en raison de l'évolution de la réglementation. Je pose la question au futur contrôle Spot de l'AMF. Nous souhaitons que nos clients comprennent nos efforts. Cependant, les règles françaises et américaines ne vont pas toujours dans le même sens sur ce sujet de la

durabilité. Notre intention est de montrer au client notre détermination pour aller dans le bon sens et non de le tromper. Nous ne comprenons pas nous-mêmes la façon de faire les produits. La réglementation a peut-être évolué trop vite par rapport à la production de produits.

Réponse de Chloé Abdessater : Heureusement, dans les amendements de Mifid, il n'est pas question de catégories article 8 ou 9 dans les critères de durabilité. Le client non-professionnel n'a en théorie pas d'attente particulière en termes de catégorisation SFDR, mais éventuellement en termes de préférences en matière de durabilité.

Les institutionnels ont compris ces catégories comme des labels, ce qui a suscité une forte demande pour les A9 par exemple alors que ce n'était pas le cas. Les différentes précisions qui ont aussi été apportées dans le temps sur SFDR ont entraîné une variation des catégorisations des produits. La consultation SFDR en cours a notamment pour objectif de réfléchir à des critères minimaux pour mieux cadrer le sujet.

Réponse de Claire Douchy : Il faut d'abord expliquer au client ce qu'est le label ISR. Les catégories ne sont a priori pas un point déter-

minant dans l'explication des offres au client.

Question de Daniel Brisemontier, responsable finance durable chez France Invest :

J'ai deux questions : 1. La première sur les RTS SFDR attendus pour début novembre : la consultation sur le niveau 1 de SFDR lancée la semaine dernière pourrait-elle conduire les ESA à revoir leur proposition ? 2. Le contrôle CSA SFDR lancé également la semaine dernière pourra-t-il conduire à des contrôles Spot AMF ciblés sur des parties thématiques d'obligations de conformité financière ?

Réponse de Chloé Abdessater : Concernant votre première question, il n'y a pas de chevauchement puisque la nouvelle version des RTS sera publiée très bientôt et entrera en vigueur avant ou pendant que le niveau 1 de SFDR sera ouvert pour révision. En principe, il ne devrait pas y avoir de changements dans les RTS à la suite de la consultation qui concerne le niveau 1, mais ceci n'est pas une certitude, je n'ai pas plus d'informations que ça à ce sujet à mon niveau. Pour votre 2e question, les actions de supervision communes (CSA) sont souvent accompagnées par un Spot donc 5 sociétés seront sélectionnées pour le Spot SFDR de cette année.

POINT DE VUE DE L'AMF

La vision française face aux enjeux internationaux de la finance durable

Intervenant : Jérôme Reboul, Direction de la Régulation et des Affaires Internationales, AMF

C'est une responsabilité considérable de présenter en 15 mn les enjeux internationaux de la finance durable ! Plutôt que de passer en revue tous les sujets, je préfère mettre l'accent sur 3 d'entre eux. Avant cela, la finance durable reste une priorité stratégique pour l'AMF puisqu'elle fait partie du plan stratégique tri-annuel démarré l'année dernière et du plan précédent.

La finance durable porte deux objectifs, l'un est dans nos mains (s'assurer que nous donnons aux épargnants français la capacité

d'accéder à des produits correspondant à leur préférence, préférence qui ne s'exprime plus uniquement dans l'univers du risque et de la rentabilité, mais aussi dans la nature des actifs que leur épargne sert à financer) et l'autre non (l'objectif macro-économique avec l'atteinte des objectifs fixés par les accords de Paris). Ce sont ces deux objectifs qui doivent nous guider dans l'application de la réglementation.

Au niveau européen et international, ces objectifs peuvent être déclinés dans 3

champs : les émetteurs, la donnée et les produits. Les émetteurs font l'objet de nombreuses discussions internationales car c'est là que nous rencontrons l'objectif macroéconomique et cela devient très vite politique. Nous l'avons vu avec le débat avec l'approche européenne de CSRD en double matérialité et l'approche anglo-saxonne en simple matérialité. L'AMF s'était positionnée en faveur de l'approche européenne. Le principal risque financier pour l'investisseur est le risque réglementaire : pour appréhender

der le risque financier d'un investissement dans une entreprise, il faut savoir si, demain, celle-ci sera soumise à une réglementation industrielle susceptible d'affecter son business model. Cela amène à une approche en double matérialité. Je suis convaincu que le monde finira par converger sur l'approche européenne qui me semble la plus logique. Il n'empêche que l'Europe est partie un peu seule face au reste du monde, ce qui nous amène à un dilemme : nous voulons conserver notre indépendance normative européenne. En même temps, cela ne sert à rien de faire une réglementation « émetteurs » qui soit une réglementation purement européenne par rapport à l'objectif macroéconomique. Pour atteindre les objectifs attendus, il nous faut convaincre nos partenaires internationaux de s'engager dans une réglementation « émetteurs » aussi cohérente que possible avec la nôtre. En principe, nous devrions pouvoir nous mettre d'accord - sur la base de critères objectifs -, sur la façon de mesurer les dommages environnementaux d'une activité industrielle, de déterminer les activités compatibles avec les Accords de Paris, etc. Cela nous a amenés à soutenir l'idée qu'il fallait un standard international. Nous nous réjouissons à ce sujet de l'endorsement en juin dernier des standards de l'International Sustainability Standards Board (ISSB) par l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en dépit du fait que ces standards sont construits selon une logique assez différente de la logique européenne. Cela nous a amenés aussi à accepter que nos propres standards soient élaborés avec un souci de compatibilité avec ces standards internationaux : c'est la thématique de l'interopérabilité sur laquelle l'AMF s'est exprimée très fortement en soutenant le principe de construire des standards européens avec un objectif de faire en sorte qu'un émetteur européen puisse reporter selon des formats et des métriques que nous retrouvons définis de manière identique dans les standards ISSB. Les émetteurs ne devraient avoir qu'un seul tableau de reporting selon la juridiction dont ils dépendent, qui pourra être vu avec des lunettes différentes selon la localisation de l'investisseur. A l'inverse, nous ne pouvons pas accepter une logique dans laquelle les standards ISSB deviendraient un socle que nous importerions en ayant la possibilité au niveau européen d'ajouter quelques fioritures par-dessus. Cette logique nous priverait à terme d'autonomie normative, ce qui

serait incompatible avec nos objectifs. Nous avons jusqu'à présent réussi à écarter ce risque, mais nous allons le retrouver : nous aurons des questions d'émetteurs double cotés, d'émetteurs de pays tiers actifs dans l'UE (la directive CSRD prévoit que des émetteurs de pays tiers actifs dans l'UE soient soumis à CSRD). Sur le plan domestique, la déclinaison des normes européennes sera notre principal défi. Dans ce domaine des émetteurs, l'AMF a apporté un message très clair dans son plan stratégique : nous sommes dans une posture d'accompagnement des émetteurs, dans laquelle nous souhaitons faire appliquer la réglementation européenne aussi strictement que possible sans « gold plating » (procédures supplémentaires qui ne sont pas nécessairement requises par les réglementations), afin de ne pas porter atteinte à la compétitivité. La donnée est pour beaucoup d'acteurs d'abord un sujet de coût car toutes les réglementations auxquelles ils sont assujettis les amènent à devoir consommer de la data produite par un petit nombre d'acteurs dont la plupart malheureusement ne sont pas européens et qui sont en train de constituer un oligopole. Un autre problème préoccupant est l'intégrité de la data : de nombreux intermédiaires financiers ainsi que les émetteurs indiquent que la qualité de la donnée produite, y compris en ce qui les concerne, est hors de leur contrôle. Concernant le premier volet, nos outils sont limités, mais nous devons le garder en tête lors des débats sur les sujets de réglementation financière car cette réglementation génère des barrières à l'entrée. Notre intérêt est donc de faire en sorte qu'il existe une offre européenne en matière de data. Nous ne devons pas créer un texte qui tuerait toute possibilité pour des nouveaux entrants de se développer. Ce qui est en revanche pleinement dans notre mission est le deuxième volet de l'intégrité. C'était notre objectif lors de la publication du règlement sur les agences de notation et c'est une question que nous retrouvons dans les débats sur la donnée ESG. C'est un sujet dont on entend parfois dire qu'il va devenir moins important avec la réglementation CSRD. J'ai plutôt l'impression inverse : les volumes de reporting demandés aux émetteurs sont tels que ces derniers seront obligés de recourir d'autant plus à des fournisseurs de données pour respecter leurs propres obligations réglementaires. Nous saluons la proposition que la Commission européenne a publié sur les notations ESG.

J'ai, sur cette proposition, trois messages :
 - La portée de cette proposition est trop étroite : la Commission a fait le choix de ne s'intéresser qu'aux fournisseurs de notation au sens strict. Or l'essentiel du problème se situe non chez les fournisseurs de notation, mais chez les fournisseurs de données. Qui plus est, les objectifs du règlement, notamment en matière d'intégrité et de qualité de la donnée, s'appliquent dès lors que sont effectuées des estimations ou qu'il y a un élément de jugement ou des questions de méthodologie qui entrent en ligne de compte dans la manière dont vous produisez les données ; on se trouve face à des questions similaires à celles posées lors d'une notation. La notation ESG est bien sûr très différente de la notation de crédit. Nous n'avons pas pour objectif de normer la méthodologie. En revanche, la portée du règlement doit être élargie, au moins pour la dimension transparence méthodologique, à l'ensemble des fournisseurs de données afin de garantir l'intégrité de la donnée.
 - Rééquilibrer les pouvoirs entre les fournisseurs de données et les émetteurs : nous entendons des émetteurs et même des fournisseurs de services financiers qui sont clients de fournisseurs de données nous expliquer que, parce que ces fournisseurs de données exercent un certain pouvoir de marché, ils n'ont pas la capacité de discuter les méthodologies ni de remettre en cause une conclusion un peu rapide voire ont le sentiment d'être parfois confrontés à du chantage. Il faut donc que la réglementation impose des règles de conduite visant à rééquilibrer les relations entre les fournisseurs de données et leurs clients ainsi qu'avec les émetteurs.
 - La question des pays tiers des émetteurs des fournisseurs de données étrangers : si nous voulons que le règlement ESG ait une utilité pour assainir le marché de la donnée dans l'UE, il faut trouver une solution pour rendre opérantes non seulement les exigences du règlement mais la supervision vis-à-vis des fournisseurs de données de pays tiers. La proposition de la Commission, qui prévoit une gradation de régime, nous paraît insuffisante : elle ne nous donne pas la garantie que nous serons effectivement en mesure d'exercer des actions de supervision vis-à-vis des fournisseurs de données. La proposition de la Commission n'a pas pour objectif en particulier d'amener au sein de l'UE la localisation des équipes techniques dont nous avons besoin pour opérer

une supervision. Le règlement devra être modifié sur ce point également.

Les produits sont un sujet beaucoup plus vaste. S'il y a une priorité européenne qui vient spontanément à l'esprit, c'est celle de la labellisation des supports d'investissement et de l'applicabilité de SFDR. Aujourd'hui, le système européen s'est organisé sur la base du règlement SFDR, très peu informatif pour l'épargnant. S'il n'existe pas de cas flagrant de classification qui justifierait une action de mise en vigueur de notre part, il subsiste de nombreuses zones grises et des pratiques divergentes. Cela est gênant pour l'épargnant qui achète un produit classé article 8 ou article 9 et qui va s'avérer très différent suivant le fournisseur. Nous avons des discussions avec des acteurs de la Place pour comprendre comment ils évaluent la durabilité au sens du règlement SFDR. Nous avons constaté que nous pouvions avoir, pour un indice donné, des pourcentages d'actifs durables très variables. A terme, il faut avoir une gradation de produit simple et homogène pour l'investisseur, la difficulté étant de se mettre d'accord sur l'approche méthodologique qui nous permettra d'atteindre cet objectif. Il faut éviter de donner à l'investisseur une information trop complexe. Nous avons fait

une proposition d'introduction de standards minimaux qui doivent être discutés au niveau européen. Si un seul texte devait être ouvert au cours de la prochaine mandature européenne, ce serait celui-là.

Un mot sur la notion de transition, qui fait l'objet de critiques fondée et infondée. La critique infondée consiste à dire que nous avons un cadre de la finance durable dans l'UE qui est incapable de donner un contenu à cette notion : nous aurions fabriqué la Taxonomie qui représente 3 % de l'économie européenne ; tout cela serait donc beaucoup trop exigeant et ne pourrait intégrer la notion de transition. Cette critique est fautive puisqu'il existe une notion de transition dans la Taxonomie, c'est celle qui a permis d'intégrer le gaz et le nucléaire dans ce règlement. Elle est fautive ensuite parce qu'elle repose sur un seul indicateur de la Taxonomie, l'indicateur de chiffre d'affaires, alors qu'il y a aussi un indicateur de Capex, qui est une autre façon d'approcher la notion de transition. La critique fondée tient au fait que la Taxonomie est binaire : la question à se poser est comment enrichir l'information donnée à l'investisseur sans la rendre trop complexe. De ce point de vue, il y a peut-être de la place pour une labellisation de transition. Plutôt que d'avoir des produits durables ou non durables,

nous pourrions expliquer, parmi les produits non durables, ceux qui sont franchement horribles et ceux qui sont moins horribles. La difficulté politique de la notion de transition est que certains émetteurs ou activités se voient accorder un « plus » non compatible avec les Accords de Paris, la base de référence pour déterminer les activités éligibles à la Taxonomie.

Vous voyez que nos agendas sont foisonnants sur le plan international. Je voudrais conclure en abordant les sujets domestiques. Le message que l'AMF souhaite porter dans son plan stratégique sur la partie finance durable est que sa posture comblera deux dimensions : nous serons inflexibles quant à la bonne application de la réglementation et ne nous n'interdirons rien lorsqu'il s'agira de lutter contre le greenwashing, mais nous serons bienveillants vis-à-vis des émetteurs et de la population assujettie, au regard de l'extrême complexité et du foisonnement du paysage réglementaire dont nous héritons de la précédente mandature. Deuxième message : nous sommes conscients de l'enjeu de compétitivité que peut constituer la finance durable, mais nous espérons que le fait que la Place de Paris soit une place intègre face à un régulateur exigeant constituera un atout de compétitivité pour l'avenir.

TABLE RONDE 2

Les évolutions du Guide MiFID 2 de France Post Marché

Animateurs : SQUARE Management - Vincent Françoise

Intervenants : • Société Générale Securities Services - Sylvie Bonduelle, Affaires publiques

• BPCE - Delphine Juy, Direction Conformité Groupe

• Société Générale Compliance - Gwenaëlle Popovic, Experte réglementaire en Investissement Durable Groupe SG

Vincent Françoise :

Le guide MIFID2 n'avait pas été revu depuis 2018 et nécessitait une mise à jour depuis les évolutions récentes de MIFID en particulier ESG. Ce guide a une vocation pratique afin d'accompagner les acteurs du post marché dans les bonnes pratiques de Place. Ce guide, qui va être amené à évoluer, est en cours de revue par les différentes instances dont l'AMF, avec un objectif de publication pour le 4e trimestre 2023. Cette présentation concerne les principales évolutions du guide et ne reflète en aucun cas la position des établissements autour de ces sujets. Les intervenants ici présents s'expriment donc uniquement en tant que membres de

l'Association France Post Marché.

Gwenaëlle Popovic :

Nous n'allons pas revenir sur toutes les évolutions réglementaires évoquées lors de la première table ronde, mais vous présenter les évolutions du guide à paraître. Les nouveautés sont relatives au sujet de l'ESG et de l'intégration des préférences en matière de durabilité des clients. Elles sont regroupées sous forme d'une fiche en fin de guide afin d'en faciliter la lecture et la mise à jour en raison des nombreux Q&A de la Commission européenne et de l'Esma, et des bonnes pratiques diffusées. Le premier sujet mis à jour concerne le service de conseil en investis-

sement dans lequel a été intégré la prise en compte du risque en matière de durabilité et les préférences en matière de durabilité des clients. Dans la fiche « ESG », vous trouverez les nouvelles obligations qui s'imposent au conseiller financier et le détail du questionnement client qui doit être effectué avant toute proposition d'investissement.

Delphine Juy:

Le nouveau guide précise la fin de l'exemption du règlement PRIIPS (Packaged Retail Investment and Insurance-based Products) intervenue début janvier 2023 et qui a pour conséquence la disparition du document d'information clé pour l'investisseur (DICI)

au profit du seul document d'informations clés (DIC).

Sylvie Bonduelle :

Après ce premier sujet consacré au service d'investissement, le suivant concerne le profil du client, auquel nous avons ajouté quelques modifications. Le premier ajout concerne les contrôles. S'il n'y a pas de changement majeur par rapport à 2018, nous avons souhaité renforcer un point concernant les notions de connaissance et d'expérience. Il nous a paru important d'insister sur le fait que ces deux notions doivent être traitées séparément. Ces deux points ne sont pas fongibles. L'expérience est liée au portefeuille, à l'historique des transactions, tandis que la connaissance provient de la formation universitaire ou professionnelle.

Prenons l'exemple d'une grand-mère qui fait partie d'un club d'investissement depuis de nombreuses années et possède un portefeuille. Elle n'a peut-être pas suivi de formation sur la façon d'investir, mais elle a acquis une expérience au fil des investissements réalisés... ou des décisions de ne pas bouger. Imaginons qu'elle décide de transmettre son portefeuille à son petit-fils et supposons que celui-ci soit étudiant dans un master de finance. Si son niveau de connaissance peut s'avérer élevé dans le cadre de son évaluation, il n'en sera peut-être pas de même pour son niveau d'expérience.

Finalement, ni la grand-mère (parce qu'elle n'a pas assez de connaissance ni l'expérience) ni son petit-fils (parce que même s'il en a la connaissance, il n'en a pas l'expérience) ne peuvent se lancer dans des produits complexes (produits dérivés, produits structurés...). Pour cela il faut avoir coché les deux cases.

Toujours dans la partie profil, l'autre évolution que nous avons apportée concerne le profilage. Quand nous avons abordé cette partie du guide, nous nous sommes rendu compte que nous avions (en 2018) oublié d'inclure dans le guide une description des différentes catégories de clients. Les références à des clients pro / non pro ou à des contreparties éligibles étaient bien sûr très nombreuses puisque les exigences en termes de protection de l'investisseur dépendent de la typologie du client, mais aucune n'était expliquée ces 3 catégories ni ce qui les différenciait. C'est maintenant chose faite. Vous pourrez trouver dans la version 2023 non seulement un rappel des

critères qui permettent de définir si le client est professionnel, non professionnel ou est une contrepartie éligible par statut, par la taille ou... par option. En effet, on aborde aussi ce qui permet à un client de changer de catégorie. L'opt-in/opt-out n'aura plus de secret pour vous.

Le dernier sujet est lié à l'adéquation (suitability). Nous avons inclus les apports de la directive Quick Fix, laquelle procède à des aménagements de la directive MIF 2 dans le contexte de la crise liée à la Covid-19. En particulier, la directive Quick Fix a importé dans le niveau 1 une obligation - existant déjà dans le niveau 2 d'origine - d'analyser, en cas de remplacement d'un instrument financier par un autre, les avantages par rapport aux coûts dans le cadre du conseil et de la gestion sous mandat. La directive Quick Fix ajoute une obligation, dans le cadre du conseil : le prestataire de services d'investissement (PSI) doit informer son client pour lui dire si les avantages du switch entre deux instruments financiers sont supérieurs aux coûts induits.

Gwenaelle Popovic :

Dans la partie profilage, le guide a été mis à jour pour intégrer le questionnement du client sur ses préférences en matière de durabilité. Le détail du questionnement tel qu'il est prévu dans le cadre de MIF 2 figure dans la fiche dédiée. Il s'agit de demander au client s'il a des préférences en matière de durabilité et, si oui, sur quel type d'investissement durable ses préférences se portent parmi les trois catégories proposées par la réglementation : un investissement qui a une proportion minimale d'alignement avec la Taxonomie, un instrument qui a une proportion minimale d'investissement durable au sens de SFDR ou encore un investissement qui prend en compte un ou plusieurs PAI. En corollaire, la suitability a également été mise à jour. Cette partie précise que désormais, à partir du moment où un client émet des préférences en matière de durabilité, un contrôle préalable doit être réalisé par le conseiller afin de s'assurer que sa proposition est en adéquation avec les préférences du client. Ce contrôle de l'adéquation doit être également effectué dans le cadre de la revue périodique des conseils rendus au client.

Delphine Juy :

En raison de la pandémie de Covid, l'Esma a reconnu l'intérêt légitime de l'utilisation du

téléphone portable dans certaines situations. Elle a ainsi autorisé l'utilisation du téléphone portable pour le service de RTO sous réserve que les conversations soient enregistrées. Cela a soulevé des difficultés notamment pour les PSI. En effet, le collaborateur à qui son employeur donne un téléphone portable professionnel peut aussi l'utiliser pour des raisons personnelles. Il est donc important d'informer le collaborateur que toutes ses conversations peuvent être enregistrées, y compris en dehors des horaires de bureau. Le collaborateur ne doit pas non plus oublier d'informer son client que la conversation est enregistrée.

Sylvie Bonduelle :

Lors de la rédaction de la première version du guide en 2018, un point a soulevé de nombreuses questions quant à l'application de MIF 2. S'il était acté que l'application de la réglementation ne s'appliquait pas aux émetteurs, la question restait posée pour les PSI rendant un service aux émetteurs. Le PSI doit-il bénéficier, en tant que mandataire de l'émetteur, des mêmes exemptions que son mandant ou bien être assujéti aux obligations de MIF 2 en tant que PSI ? Dans ce dernier cas, le client n'aurait pas bénéficié des mêmes droits selon que l'émetteur effectuait la RTO lui-même, la sous-traitait à un PSI ou à un tiers. Nous avons échangé avec l'AMF et avons obtenu sa réponse en 2019, laquelle lève toute ambiguïté : les émetteurs et les services aux émetteurs sont bien soumis aux mêmes obligations et exemptions. Cela n'empêche pas un service aux émetteurs d'appliquer des mesures pour s'assurer de la protection des investisseurs, par exemple la best selection. Le service aux émetteurs reste par ailleurs soumis au paquet MAD-MAR (directive sur les abus de marché). Le sujet étant clos, nous avons pu mettre à jour le guide.

Gwenaelle Popovic :

Le chapitre dédié à la gouvernance produits a été également mis à jour. Les facteurs de durabilité d'un produit sont un nouvel item du marché cible. Pour rappel, cette obligation concerne à la fois les producteurs mais aussi les distributeurs, notamment pour les produits qui n'ont pas forcément de producteurs comme les actions ou les obligations. Elle concerne également la revue annuelle des marchés cibles. Ces nouveautés sont reprises dans le guide et sont développées dans la fiche ESG en fin de guide. Si un produit présente des facteurs de durabilité, le

marché cible doit les définir de façon suffisamment granulaire pour correspondre aux préférences en matière de durabilité des clients.

Sylvie Bonduelle : Toujours à propos de la gouvernance produits, la directive Quick Fix introduit une possibilité d'exemption pour les obligations dans la mesure où elles n'incorporent pas d'instrument dérivé autre qu'une clause de make-whole (disposition contractuelle permettant le remboursement anticipé de la totalité de l'émission) car cette clause permet de protéger le client. On peut regretter que les actions n'aient pas bénéficié de cette même possibilité. Autre modification, le croisement entre le type d'instrument financier et le type de client puisque la deuxième exemption proposée concerne des instruments financiers commercialisés ou distribués uniquement à l'attention d'une contrepartie éligible.

Delphine Juy :

Pour les reporting à destination des clients, la directive Quick Fix a allégé les dispositions concernant les clients professionnels. Sauf demande écrite du client professionnel, les documents relatifs à l'exécution de l'ordre, aux alertes 10 % ou les relevés de portefeuille ne sont plus dus. Par ailleurs, la Directive a modifié la communication des frais ex ante en autorisant le passage d'ordres à distance par un client et la transmission des informations sur les frais après l'exécution de l'ordre sous réserve de l'obtention préalable de l'accord du client.

Sylvie Bonduelle :

S'agissant du reporting des transactions à destination du régulateur (RDT), nous avons trois points à présenter : une correction, un point clôturé et une évolution. La correction concerne l'indicateur de vente à découvert qui se trouve dans le reporting : malgré les échanges réguliers que le sous-groupe RDT de France Post Marché a eus avec l'AMF, il y a eu un malentendu concernant ce champ et la façon de le renseigner dans le cas de vente SRD (service à règlement différé). La version 2018 du guide avait reflété cette spécificité. Il était temps que cette erreur soit corrigée, c'est chose faite. Dans la version 2023, la section spécifique des ventes SRD a disparu. L'indicateur de vente à découvert se remplit désormais de la même manière quel que soit le type de vente, c'est-à-dire

toujours sur indication du client (le seul à savoir).

Le point clôturé fait suite à ce qui a été conclu sur les obligations liées à la fourniture d'un service aux émetteurs. Le mandant et le mandataire bénéficiaire des mêmes exemptions, aucun n'est soumis à MIF 2 donc au RDT. Cela signifie que dans les déclarations des transactions, l'identification des transactions n'ira pas au-delà de l'émetteur (considéré comme l'acheteur ou le vendeur). La manière dont les transactions sont déclarées au régulateur ne change pas par rapport à la version de 2018 : une déclaration unique du broker ayant rempli tous les champs en incluant l'identifiant d'entité juridique (LEI) de l'émetteur ou une déclaration du broker complétée par l'émetteur ou son service aux émetteurs sans aller plus loin. Cela peut sembler anodin mais lorsqu'on parle de service aux émetteurs, on parle de nominatif pur dont une part importante concerne l'épargne salariale. Or l'émetteur (l'employeur) peut donner des actions à des employés (les actionnaires) travaillant dans le monde entier, dans des pays où l'identification de la personne physique n'est pas faisable voire permise. On peut se féliciter que ce sujet soit clos.

Delphine Juy :

L'évolution porte sur le nombre d'opérations sur titres (OST) référencées dans le guide à déclarer en reporting RDT. L'OST hollandaise, la DRIP non Issuers a été ajoutée dans les OST déclarables. Une annexe supplémentaire a été ajoutée au Guide afin d'explicitier le contenu des champs à reporter pour cette OST spécifique. Les titres participant à cette OST sont acquis sur le marché et doivent donc être déclarés dans le reporting RDT. Cette pratique de marché a fait l'objet d'une communication en 2023 au CFONB (Comité français d'organisation et de normalisation bancaires). Dernière modification, nous avons ajouté un paragraphe dans le guide sur un reporting réglementaire, le RTS 28 à la suite d'une question remontée à l'Observatoire de la Conformité de France Post-Marché concernant le taux de change moyen à utiliser pour calculer les volumes à reporter dans le RTS 28. La réglementation ne précisant pas la méthode de calcul, nous avons partagé au sein de l'observatoire ce que chaque établissement utilisait et avons décidé d'inclure dans le guide les quatre méthodes utilisées.

Questions de la salle :

Question de Charlotte Delpeuch, Crédit Mutuel :

Avez-vous abordé le rôle du conservateur de titres plus spécifiquement sur la finance durable dans le guide ?

Réponse de Delphine Juy : Non, car la réglementation SFDR concerne actuellement essentiellement les producteurs et les distributeurs de produits financiers. Rien n'est mis à la charge du conservateur pour l'instant.

Conclusion

Philippe Setbon, Président de l'AFG

Je souhaite rebondir sur 3 enjeux développés cet après-midi.

Le premier enjeu exprimé par Jérôme Reboul et Chloé Abdessater est celui de la simplification et de la mise en cohérence du cadre réglementaire. Nous sommes sur une matière qui n'est pas stabilisée et donc sur une réglementation qui n'est pas stabilisée non plus. J'en veux pour preuve la consultation qui vient de démarrer sur les articles 8 et 9. Comme ce n'est pas stabilisé, c'est très complexe car il faut tout faire en même temps.

Il existe 3 thèmes importants derrière ce sujet de simplification. Tout d'abord, l'efficacité pour transformer notre modèle économique vers un modèle beaucoup plus « vert ». Cette efficacité sera rendue possible par l'investissement et le cadre réglementaire. Derrière l'efficacité vient la compétitivité de nos services financiers en Europe. Nous devons pouvoir exercer à armes égales. Enfin vient le thème du leadership comme cela a été mentionné au début des débats : l'Europe voire la France auraient un statut de leader. C'était vrai il y a quelques années, mais cela l'est moins aujourd'hui car les choses progressent vite ailleurs. Plus on rend complexe l'implémentation et l'orientation des flux d'investissement, moins nous resterons

leader. L'objectif est de s'assurer que, en basculant vers un tissu industriel vert demain, nous créerons les conditions favorables à l'émergence de champions internationaux sur le sol européen.

Le deuxième enjeu débattu, le sujet de la « donnée » ou de l'information est lui aussi essentiel pour l'industrie financière et les asset manager. Nous ne pouvons nous en remettre totalement aux fournisseurs de données. En intégrant beaucoup d'information qualitative (l'information extra-financière), nous devons parvenir à faire notre métier qui est de sélectionner les bons projets économiques car nous devons dégager des rendements positifs pour les épargnants. Le plus mauvais service que nous rendrions à la transition verte serait de dégager des rendements négatifs. Cela renvoie à des enjeux de souveraineté pour la France et l'Europe : nous ne pouvons pas imaginer que, de façon « durable », nous allons transformer le tissu industriel européen à l'aide d'informations financières fournies par des data provider extra européens. Ne soyons pas naïfs !

Le troisième enjeu est la réintégration du client au centre des préoccupations du cadre réglementaire. Cela renvoie au sujet de l'édu-

cation : ce n'est pas parce qu'on pose un cadre réglementaire que nous arriverons à faire comprendre la destination des produits par les épargnants et même les distributeurs. L'AFG est très mobilisée sur ce sujet d'éducation financière. Je salue Eric Pinon qui mène ce combat depuis de nombreuses années au sein de l'AFG. Ce combat doit être mené collectivement avec les pouvoirs publics. S'assurer que le client au sens de l'épargnant est informé, comprend et adhère, renvoie à l'enjeu de transition. Il ne s'agit pas d'investir uniquement dans des produits spécialisés dans l'eau ou l'éolien et d'évacuer le reste. Nous sommes parfaitement alignés avec le régulateur et les instances européennes : dans la réglementation actuelle, il est compliqué de relier les investissements durables aux enjeux de transition. La dynamique n'est pas dans la photographie de la Taxonomie telle qu'elle est lue aujourd'hui. L'AFG travaille sur la réforme SFDR à venir. Il est essentiel de définir la transition et comment l'accompagner, au risque d'avoir des problèmes sociaux bien avant les problèmes climatiques. Nous devons réussir la transition rapidement mais le cadre actuel ne nous y mène pas, d'où nos propositions.

Mot de la fin

Pascal Guillot, Président, France Post-Marché

Je remercie tous les intervenants qui ont préparé cette conférence depuis de nombreuses semaines. La leçon que j'en retire est qu'il faut poursuivre le dialogue entre les associations,

avec les autorités réglementaires, les instances européennes. Des communications régulières aux acteurs sont importantes. Côté France Post-Marché, nous publierons les infor-

mations au fil de l'eau sur notre site, de sorte que vous puissiez en disposer et y réfléchir dans vos établissements.

Spécial Conférence

Périodique édité par France Post-Marché • ISSN 2677-4755

Directeur de Publication : Olivier Byl-Dupuich

Rédacteur en chef : Olivier Byl-Dupuich

Rédaction : Anne Bechet

Réalisation : Café Noir

Les supports de présentation

sont disponibles sur www.france-post-marche.fr