

SIMPLIFICATION

MIFID - PRIIPS - MAR

Propositions de l'AMAFI

L'AMAFI représente les acteurs des marchés financiers du sell-side, établis en France. L'Association regroupe plus de 170 institutions françaises et internationales de toutes tailles, notamment des entreprises d'investissement, des établissements de crédit, des courtiers, des bourses et des banques privées. Celles-ci interviennent sur tous les segments de marchés, notamment actions, obligations et dérivés y compris dérivés de matières premières. L'AMAFI représente et accompagne ses adhérents aux niveaux national, européen et international, de l'élaboration de la législation à sa mise en œuvre. Par son action, l'Association cherche à promouvoir un cadre réglementaire qui permette le développement de marchés de capitaux robustes, efficaces et compétitifs, au bénéfice des investisseurs, des entreprises et de l'économie en général.

Dans le contexte de l'objectif affiché par la Commission européenne de réduire la charge administrative pesant sur les entreprises, les institutions européennes ont engagé depuis plusieurs mois un chantier de simplification du cadre réglementaire, notamment dans le domaine des activités financières.

L'AMAFI a ainsi engagé des réflexions sur de possibles axes de simplification dans plusieurs domaines relatifs aux activités de marché, notamment :

- La finance durable ([AMAFI / 25-08](#)),
- Le reporting des transactions ([AMAFI / 25-54](#)),
- Le parcours client ([AMAFI / 25-60](#)), ou encore
- Un ensemble de règles de conformité issues de MiFID, MAR et PRIIPs.

La présente note expose ainsi des axes de simplification portant sur ce dernier volet, en se concentrant sur les dispositions identifiées à ce stade comme particulièrement lourdes ou inefficaces pour les activités de marché. Cette sélection ne vise pas à l'exhaustivité : d'autres dispositions, qu'un travail complémentaire pourrait précisément identifier, pourraient également bénéficier d'allègements.

Table des matières

MIFID _____	3
RÈGLES D'ORGANISATION _____	3
1. <i>Externalisation</i> _____	3
Un empilement réglementaire disproportionné _____	3
L'externalisation au sein d'un groupe _____	4
2. <i>Transactions personnelles des collaborateurs</i> _____	4
Un processus de notification lourd et dissuasif pour les investissements personnels des collaborateurs _____	5
Un risque juridique pesant sur les établissements au regard du respect de la vie privée des collaborateurs _____	5
Un dispositif par construction inefficace _____	6
RÈGLES DE BONNE CONDUITE _____	7
1. <i>Conseil fourni aux clients professionnels par nature</i> _____	7
2. <i>Coûts et charges</i> _____	8
3. <i>Inducements</i> _____	9
Le traitement des rémunérations perçues au titre de la fourniture d'un service d'investissement à un tiers _____	9
L'obligation pour l'établissement qui octroie des inducements d'améliorer le service fourni au client _____	9
4. <i>Distinction entre clients professionnels et clients non professionnels</i> _____	9
Pouvoir proposer un reclassement en client professionnel _____	9
Améliorer les critères de reclassement en client professionnel _____	10
GOUVERNANCE PRODUITS _____	11
PRIIPS _____	12
MAR _____	12
RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT _____	12
LISTE D'INITIÉS _____	13

MiFID

RÈGLES D'ORGANISATION

1. Externalisation

Un empilement réglementaire disproportionné

Les conditions de recours par les établissements financiers à l'externalisation sont régies par une multiplicité de règles résultant tout à la fois de MiFID¹, CRD², DORA³, EMIR⁴ et du RGPD. A ces dispositions de niveaux 1 et 2 viennent s'ajouter différents textes de niveau inférieur émanant de l'ECB⁵, de l'EBA⁶, de l'ESMA⁷, de l'AMF⁸ et de l'ACPR⁹. Ces obligations sont de plus sur le point d'être encore renforcées par [le projet de lignes directrices de l'EBA sur la gestion des risques associés aux prestataires de services tiers](#) qui prévoit d'étendre aux prestataires de services non-TIC¹⁰ les règles régissant les prestaires de services TIC prévues par le règlement DORA.

Ce niveau excessif de prescription contrevient au principe de proportionnalité et de lisibilité de la réglementation. Il crée des difficultés de mise en œuvre pour les établissements financiers, notamment les plus petits, entraînant des coûts supplémentaires et réduisant leur capacité à innover ou à adapter les modèles d'externalisation à l'évolution des besoins de l'entreprise.

Aussi, l'AMAFI préconise à minima de supprimer les textes de niveau 3 relatifs à l'externalisation. Ceux-ci n'apportent en effet aucune valeur ajoutée en termes de clarté et viennent substantiellement ajouter aux niveaux 1 et 2 plutôt que de les préciser. De plus, leur mise en œuvre engendre une lourdeur administrative très substantielle car leurs dispositions ne sont en réalité pas fondées sur une approche par les risques.

Si des difficultés d'interprétation des dispositions de niveau 2 apparaissent, en particulier entre autorités compétentes, il paraît plus adapté, comme indiqué dans la réponse de l'AMAFI au [call for evidence on the Retail investor Journey](#) de l'ESMA, d'assurer la convergence par le biais de questions-réponses non contraignantes. Celles-ci devraient alors systématiquement faire l'objet d'une consultation préalable.

¹ [MiFID 2](#), art. 16.5 ; [RD MIF 2](#), art. 30 à 32.

² [CRD](#), art. 85.

³ [DORA](#): art. 5 (2)(h)&(i), 5.3, 6.9, 8.5, 11.4, 11.5, 13.6, 16 (e), 26 (2), 3, 4, 5, chapter V.

⁴ [EMIR](#), art. 35.

⁵ ECB, [Guide on outsourcing cloud services to cloud service providers](#).

⁶ [EBA guidelines on outsourcing arrangements](#).

⁷ [ESMA guidelines on outsourcing to cloud services providers](#).

⁸ Dispositions du Règlement général.

⁹ [Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne des entreprises du secteur de la banque, des services de paiement et des services d'investissement, soumises au contrôle de l'Autorité prudentielle et de résolution](#).

¹⁰ Technologies de l'information et de la communication.

De manière générale, en amont de l'élaboration des textes de niveau 3, les autorités européennes devraient travailler de manière plus étroite avec l'industrie afin d'apprécier l'opportunité de l'ajout de nouvelles dispositions, et lorsque celle-ci est avérée, s'appuyer sur les standards ou bonnes pratiques existants.

L'externalisation au sein d'un groupe

Les activités confiées à des entités du groupe auquel appartient l'établissement financier sont considérées comme relevant de l'externalisation. Ainsi, elles sont soumises aux mêmes exigences de contrôle que celles applicables à la délégation à un tiers.

Or, ces exigences se heurtent fréquemment à l'organisation du groupe, posant d'importantes questions de faisabilité et de pertinence. En effet, l'organisation rationnelle du groupe, impliquant une ligne hiérarchique descendante mais aussi une centralisation de certaines activités pour des raisons d'efficacité et de cohérence interne, ne permet pas toujours de répondre à toutes les exigences de contrôle requises notamment lorsque l'entité délégataire est la mère ou la sœur de l'établissement concerné. De plus, certains de ces contrôles (notamment ceux portant sur la détection des abus de marché) n'ont de sens que lorsqu'ils sont menés au niveau du groupe.

S'il est légitime que l'établissement financier délégant ait les moyens de suivre la bonne exécution de l'activité confiée, il est tout aussi nécessaire de prendre en considération l'organisation interne du groupe afin de ne pas imposer à l'établissement des exigences qu'il n'est pas en mesure de mettre en œuvre à l'égard de son groupe et dont l'intérêt en termes de gestion des risques n'est pas établi.

Ainsi, les activités déléguées à des entités régulées, qui font l'objet d'une supervision tant par le groupe que par les autorités compétentes de ces entités et du groupe, devraient être appréciées différemment, en tenant compte de ce que le degré d'exigence des régulateurs vis-à-vis d'un groupe de grande taille n'est pas duplicable au niveau de chacune des entités, plus modeste, du groupe, qui si elles étaient isolées seraient sujettes à des exigences plus proportionnées.

En particulier, les exigences relatives à la **formalisation d'un accord d'externalisation et au contrôle des activités déléguées devraient être allégées en cas de délégation intragroupe**. À tout le moins, cet allègement devrait s'appliquer lorsque cette délégation est confiée à des entités du groupe agréées au sein de l'Union européenne ou de pays tiers ayant fait l'objet d'une décision d'équivalence par la Commission européenne¹¹ et qui sont, comme les établissements délégants, soumises à l'ensemble des exigences européennes dont celles résultant de MiFID ou à des règles jugées équivalentes.

2. Transactions personnelles des collaborateurs

Afin de gérer les risques de conflit d'intérêts et d'exploitation d'informations confidentielles ou privilégiées auxquels sont exposés certains collaborateurs des établissements, MiFID exige, entre autres dispositions, que : « *l'entreprise est informée sans délai de toute transaction personnelle réalisée par une personne concernée, soit par notification de la transaction, soit par d'autres procédures*

¹¹ Au titre de l'article 47 de MiFIR.

permettant à l'entreprise d'identifier les transactions de ce type » (Règlement délégué (UE) 2017/565, art. 29.5 b)¹².

Cette exigence génère d'importantes lourdeurs et pose des difficultés de mise en œuvre alors même que son efficacité est fortement questionnable.

Un processus de notification lourd et dissuasif pour les investissements personnels des collaborateurs

Le dispositif encadrant les investissements personnels des collaborateurs touche à un aspect sensible de leur vie privée. Les établissements veillent donc, autant que possible, à mettre en place des processus efficaces, ce qui implique souvent des systèmes informatiques de notification développés en interne ou acquis à l'extérieur.

Chaque déclaration nécessite en outre d'être contrôlée rapidement, ce qui requiert des ressources disponibles¹³. Toutefois, les travaux nécessaires à ces vérifications induisent nécessairement un délai, parfois de plusieurs jours. Lorsque l'établissement exige de ces collaborateurs une notification préalable afin d'autoriser (ou interdire) la transaction, ces délais sont immanquablement mal perçus par les collaborateurs car ils interviennent souvent à leur détriment (évolution défavorable des cours, dépassement des dates limites de passation d'ordres, impact fiscal, etc.).

Ainsi, le contrôle des transactions est à la fois consommateur de ressources pour l'établissement et source de frustration pour les collaborateurs, qui le vivent souvent comme une intrusion dans leur vie privée. Certains établissements préfèrent ainsi interdire toute transaction personnelle à leurs collaborateurs plutôt que de mettre en place un processus de notification et d'être exposé aux risques juridiques liés (*v. infra*).

Ce dispositif, outre qu'il est coûteux pour les établissements, n'est pas non plus satisfaisant pour nombre de collaborateurs qui renoncent à investir sur les marchés financiers plutôt que de subir la lourdeur des démarches, ce qui est regrettable pour des professionnels qui devraient, au contraire, pouvoir acquérir une expérience directe et concrète des marchés. Cela va d'ailleurs à l'encontre de l'objectif des autorités européennes de faciliter l'accès des investisseurs de détail aux marchés de capitaux.

Un risque juridique pesant sur les établissements au regard du respect de la vie privée des collaborateurs

- Le champ des personnes concernées

MiFID soumet au dispositif de contrôle des transactions personnelles non seulement les transactions réalisées par la personne concernée pour son propre compte mais aussi pour le compte d'*« une personne avec laquelle elle a des liens familiaux ou des liens étroits (Règlement délégué (UE) 2017/565,*

¹² Disposition issue de l'article 16.2 de MiFIDII.

¹³ Il s'agit généralement de vérifier, pour chaque transaction déclarée, si elle porte sur une valeur sur laquelle un possible conflit d'intérêt existe ou sur laquelle l'établissement détient une information privilégiée.

Art 28, (b), (ii)). Dans sa doctrine, l'AMF a clarifié que « *la transaction effectuée par une personne proche de la personne concernée pour son compte propre n'est pas une transaction personnelle à la condition que cette personne proche soit la seule titulaire du compte titres (et non pas co-titulaire avec la personne concernée) et ceci quelque soit, le cas échéant, le régime matrimonial applicable* » (AMF-DOC-2007-25, § 1.1.1, (a)). Pour autant, cette lecture ne semble pas partagée par la plupart des États membres de l'UE qui exigent la déclaration des transactions réalisées par ces personnes proches en dehors des situations visées par l'AMF. Cela pose des difficultés d'articulation avec les dispositions nationales en matière de secret bancaire, de droit du travail, ainsi qu'avec le règlement européen RGPD.

- Des informations indirectes sur la situation financière des salariés

Les équipes de contrôle interne en charge du traitement des notifications ont accès à des informations personnelles sur le collaborateur (elles peuvent, par exemple, en déduire sa surface financière). Même si elles sont tenues à la confidentialité, il existe un risque de fuite de ces informations.

- La déclaration des transactions « réalisées » ou celle des transactions envisagées

Certains établissements, considérant que la notification ex-post est inefficace exigent une notification préalable afin d'autoriser (ou d'interdire) la transaction. Ils se fondent en cela sur la possibilité de mettre en œuvre « *d'autres procédures permettant à l'entreprise d'identifier les transactions* ». Ce fondement pourrait cependant être remis en cause par un collaborateur, exposant l'établissement à un risque juridique.

- Secret bancaire, droit du travail et RGPD

Certains des établissements qui considèrent que la seule notification ex-post est inefficace exigent l'accès aux relevés de comptes des collaborateurs. D'autres exigent que ceux-ci domicilient leurs comptes dans l'établissement. Ces exigences peuvent exposer les établissements concernés à des risques juridiques en matière de secret bancaire et de droit du travail, ainsi que de protection des données personnelles (RGPD).

Un dispositif par construction inefficace

Quels que soient les moyens mis en œuvre par l'établissement pour « *être informé sans délai des transactions* », ils reposent tous sur la bonne volonté du collaborateur, soit par la notification des transactions réalisées (ou qu'il souhaite réaliser), soit par la réalisation de ses transactions sur les comptes titres qu'il a déclarés ou domiciliés auprès de l'établissement.

Cela signifie qu'un collaborateur souhaitant intentionnellement utiliser une information confidentielle ou privilégiée peut facilement échapper au contrôle en ne déclarant pas ses transactions ou en les réalisant sur d'autres comptes.

In fine, le dispositif mis en place par les établissements ne permet donc pas de stopper les comportements délictueux, et, au mieux, permet d'identifier les oubli et erreurs éventuels des collaborateurs.

Cette situation questionne fortement la pertinence du contrôle des transactions personnelles exigé des établissements, alors même que les ressources et risques qui y sont associés sont importants.

S'agissant des abus de marché, les autorités compétentes disposent aujourd'hui¹⁴ de larges informations sur les transactions effectuées, y compris leurs bénéficiaires finaux, et peuvent ainsi détecter les opérations d'abus de marché effectuées par toute personne. Dans ce contexte, le contrôle exercé par les prestataires sur les notifications, inefficace par construction, est de plus inutile au regard de la surveillance que mènent les autorités compétentes.

S'agissant des risques d'utilisation d'informations confidentielles et de conflits d'intérêts, de nombreux contrôles et procédures organisationnelles sont déjà en place, en particulier au sein des activités particulièrement exposées, en vertu des exigences de MiFID, qui sont suffisants pour prévenir ces risques (*Règlement délégué (UE) 2017/565, section III, chapitre II*).

Aussi, en lieu et place du dispositif bureaucratique et *in fine* peu efficace à l'égard des véritables contrevenants qui s'applique au contrôle des transactions personnelles des collaborateurs des prestataires, les textes devraient se contenter de poser des dispositions d'ordre général. Ces textes viseraient à informer les collaborateurs des interdictions qui leur sont faites, à les obliger à les respecter via leur inscription dans le règlement intérieur, et à leur exposer les sanctions encourues, en leur rappelant de surcroit les outils dont dispose le régulateur pour détecter les opérations d'abus de marché.

RÈGLES DE BONNE CONDUITE

1. Conseil fourni aux clients professionnels par nature

À la différence des clients de détail ou des clients professionnels sur option, les clients professionnels par nature¹⁵ exercent des activités professionnelles qui leur confèrent une connaissance en matière financière. Cela est d'ailleurs reconnu par la réglementation qui n'impose pas de vérifier les connaissances et l'expérience de ces clients dans le cadre des tests du caractère adapté et approprié.

Aussi, sauf exception, les clients professionnels sont en mesure de prendre leurs décisions d'investissement sans recourir à un service de conseil en investissement, en s'appuyant notamment sur les informations ou recommandations à caractère général délivrées par leurs intermédiaires

¹⁴ Ces dispositions ont été adoptées alors que les autorités compétentes disposaient d'outils de surveillance des transactions beaucoup moins puissants qu'aujourd'hui. Des progrès significatifs ont depuis lors été enregistrés sur ces outils, notamment avec l'adjonction des données afférentes aux LEI et aux bénéficiaires effectifs.

¹⁵ À savoir, en vertu du I de l'Annexe II de MiFIDII :

« 1) les entités qui sont tenues d'être agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés financiers.

2) les grandes entreprises réunissant deux des critères suivants, au niveau individuel :

— total du bilan : 20 000 000 EUR ;
— chiffre d'affaires net : 40 000 000 EUR ;
— capitaux propres : 2 000 000 EUR ;

3) les gouvernements nationaux et régionaux, y compris les organismes publics qui gèrent la dette publique au niveau national ou régional, les banques centrales, les institutions internationales et supranationales comme la Banque mondiale, le FMI, la BCE, la BEI et les autres organisations inter nationales analogues ;

4) d'autres investisseurs institutionnels dont l'activité principale consiste à investir dans des instruments financiers, notamment les entités s'occupant de la titrisation d'actifs ou d'autres opérations de financement ».

financiers. Cela est d'autant plus vrai qu'une partie significative d'entre eux¹⁶ agissent pour le compte de tiers et poursuivent des objectifs sur lesquels ils engagent leur responsabilité fiduciaire vis-à-vis de leurs propres clients¹⁷.

Or, la frontière entre la fourniture d'informations et la délivrance de conseils en investissement fondés sur la notion de recommandation personnalisée demeure difficile à tracer. Les établissements exposés à ce risque de requalification encourent ainsi une incertitude juridique lorsqu'ils servent une clientèle professionnelle par nature.

Aussi, pour les clients professionnels par nature, il devrait être considéré qu'un service de conseil en investissement n'est fourni que si le client en fait la demande expresse ou si le PSI s'est engagé explicitement à fournir ce service, et seulement pour les opérations ou types d'opérations visés par cette demande ou cet engagement.

2. Coûts et charges

Le Quick fix MiFID de 2022¹⁸ a allégé les obligations applicables aux clients professionnels en supprimant l'obligation de fournir une information détaillée¹⁹ sur les coûts et charges pour l'ensemble des services d'investissement, hormis la gestion de portefeuille et le conseil en investissement²⁰.

Or, ces clients disposent de la capacité de protéger leurs propres intérêts et sont suffisamment compétents pour apprécier eux-mêmes l'étendue de leurs besoins d'informations lorsqu'ils recourent à l'un de ces services.

Aussi, l'obligation de fournir une information détaillée sur les coûts et charges pour le service de gestion de portefeuille ou de conseil en investissement fourni aux clients professionnels devrait être supprimée, à tout le moins pour les établissements qui ne fournissent ces services qu'à de tels clients et pourraient faire l'économie de la mise en œuvre des dispositifs techniques permettant de fournir cette information. En conséquence, le 1 de l'Article 29 bis de MiFIDII devrait être modifié comme suit : « *Les exigences énoncées à l'article 24, paragraphe 4, point c), ne s'appliquent pas aux services fournis à des clients professionnels sauf s'ils agit de conseils en investissement et de gestion de portefeuille.* »

¹⁶ À savoir la majorité des « entités qui sont tenues d'être agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés financiers » selon le 1) du I de l'Annexe II de MiFIDII :

¹⁷ Objectifs financiers qui constituent le seul critère du régime de *suitability* qui doit être vérifié pour les clients professionnels.

¹⁸ Directive (UE) 2021/338 modifiant la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position, et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/878 en ce qui concerne leur application aux entreprises d'investissement, afin de soutenir la reprise à la suite de la crise liée à la COVID-19 ([lien](#)).

¹⁹ C'est-à-dire conforme aux exigences de l'Article 24 (4) c de MiFID prévoyant : « *les informations sur tous les coûts et frais liés doivent inclure des informations relatives aux services d'investissement et aux services auxiliaires, y compris le coût des conseils, s'il y a lieu, le coût des instruments financiers recommandés au client ou commercialisés auprès du client et la manière dont le client peut s'en acquitter, ce qui comprend également tout paiement par des tiers* ».

²⁰ Article 29 bis de MiFIDII modifiée ; Il est à noter que le texte du règlement délégué devrait être ajusté pour tenir compte des évolutions du niveau 1.

3. *Inducements*

Le traitement des rémunérations perçues au titre de la fourniture d'un service d'investissement à un tiers

Les rémunérations perçues par un établissement lorsqu'il fournit un service d'investissement à un client ne doivent pas être considérées comme un *inducement* pour la fourniture d'un autre service à un autre client. Tel est le cas par exemple des rémunérations perçues d'un émetteur *corporate* à qui un service de placement est rendu et de la fourniture d'un autre service, par exemple de conseil, à un investisseur portant sur les mêmes instruments financiers.

En pratique, l'application stricte des règles relatives aux *inducements* complexifie considérablement certaines opérations, car elle impose de démontrer une « *amélioration du service* » fourni au client. Cela crée notamment des obstacles à l'acquisition des titres par les clients du prestataire auxquels est fourni un service de RTO, d'exécution d'ordres pour compte de tiers ou de conseil non-indépendant.

Une difficulté comparable se rencontre lorsqu'une entreprise intermédiaire une transaction entre deux clients à qui elle fournit simultanément deux services d'investissement pour lesquels elle est rémunérée séparément par chacun d'eux.

Dans ces situations, les règles relatives aux conflits d'intérêts sont suffisantes pour garantir la protection des clients. L'application des règles sur les *inducements* apparaît dès lors redondante et inadaptée.

L'obligation pour l'établissement qui octroie des inducements d'améliorer le service fourni au client

Pour qu'un *inducement* puisse être considéré comme légitime, MiFID prévoit que l'amélioration correspondante du service fourni au client soit vérifiée non seulement par les distributeurs mais aussi par les producteurs d'instruments financiers qui octroient ces *inducements*. Or, ceux-ci ne sont pas en mesure de vérifier la réalité de l'amélioration du service fourni aux clients finaux qui sera accordée nécessairement par les distributeurs, seuls en contact avec ces clients. **Aussi, le champ de cette obligation devrait être limitée aux établissements qui reçoivent les *inducements*. Les obligations des établissements payeurs devraient consister en la prévention et la gestion des conflits d'intérêts. Les obligations des établissements payeurs devraient consister en la prévention et la gestion des conflits d'intérêts.**

4. Distinction entre clients professionnels et clients non professionnels

Pouvoir proposer un reclassement en client professionnel

MiFID permet aux clients non professionnels de demander à être considérés comme des clients professionnels pour les catégories de produits souhaitées (*Directive 2014/65/UE, Annexe II, II*), sous réserve de remplir certains critères et d'avoir réussi un test effectué sous la responsabilité du prestataire de services d'investissement. Ce changement de catégorie leur offre la possibilité d'investir

dans des produits présentant des caractéristiques mieux adaptées à leur profil, et de ne pas subir un niveau d'information excessif, calibré pour les investisseurs les moins avertis.

C'est pourquoi, contrairement à ce qui est actuellement indiqué dans une question-réponse de l'ESMA²¹, **les entreprises d'investissement devraient pouvoir proposer à leurs clients de changer de catégorie.** En effet, faute d'une telle clarification, cette possibilité reste aujourd'hui largement théorique puisque les clients ne sont pas nécessairement conscients de l'existence de cette faculté, ni du caractère limité de l'univers de conseil qu'ils subissent, leur conseiller ne pouvant pas leur présenter les produits réservés à un clientèle professionnelle.

Cette possibilité paraît d'autant plus légitime que le changement de catégorie s'opère à l'issue d'une « *évaluation adéquate, par l'entreprise d'investissement, de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client [qui] lui procure l'assurance raisonnable, à la lumière de la nature des transactions ou des services envisagés, que celui-ci est en mesure de prendre des décisions d'investissement et de comprendre les risques qu'il encourt* »²². Afin de prévenir tout usage opportuniste, sans réel bénéfice pour le client ou l'exposant à des produits non adaptés à sa situation, cette possibilité pourrait être encadrée par une procédure permettant d'assurer que la proposition de changement de catégorie soit réservée aux clients auxquels cette nouvelle catégorie est adaptée.

Améliorer les critères de reclassement en client professionnel

L'AMAFI soutient la flexibilité accrue des règles de reclassement en clients professionnels proposées dans le cadre de la *Retail Investment Strategy* (RIS).

Le dispositif actuel ne permet en effet à un client de demander à être considéré comme professionnel, que si deux des trois conditions suivantes sont satisfaites (étant entendu que le test de connaissance évoqué supra s'est révélé satisfaisant) :

« - *le client a effectué en moyenne dix transactions d'une taille significative par trimestre au cours des quatre trimestres précédents sur le marché concerné* ;

- *la valeur du portefeuille d'instruments financiers du client, défini comme comprenant les dépôts bancaires et les instruments financiers, dépasse 500 000 EUR* ;

- *le client occupe depuis au moins un an ou a occupé pendant au moins un an, dans le secteur financier, une position professionnelle requérant une connaissance des transactions ou des services envisagé* »

²¹ESMA, [Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics](#), Question 2 section 11 : “*Investment firms should strictly refrain from implementing any form of practice that aims at incentivising, inducing or pressuring a private individual investor to request to be treated as professional client.*”

²² Annexe II, II (1), 3^{ème} alinéa.

Les propositions examinées lors du groupe de travail du Conseil du 4 juillet dernier prévoient d'assouplir ce dispositif avec notamment :

- L'ajout d'un critère relatif au niveau d'éducation du client, ce dernier devant désormais remplir 2 critères sur 4 plutôt que 2 sur 3 ;
- L'abaissement de 500 000 à 250 000 € du seuil relatif à la taille du portefeuille du client ;
- L'ajout d'une exemption ponctuelle pour les transactions d'un montant supérieur à 500 000€.

L'AMAFI considère toutefois que ce dernier seuil devrait être abaissé à 100 000€ pour être plus aligné avec le pouvoir d'achat des Européens. En outre, **le critère de fréquence des transactions effectuées devrait être apprécié sans référence à un marché spécifique mais sur l'ensemble des instruments financiers**. Ce seuil est en effet étroitement corrélé à la liquidité des marchés concernés, et pour certains produits du type obligations ou capital risque, le seuil actuel est impossible à atteindre.

Enfin, **la disposition selon laquelle les clients professionnels sur option « ne sont cependant pas présumés posséder une connaissance et une expérience du marché comparables à celles des clients visés à la section I » (Directive 2014/65/UE, annexe II, II.1, 2^{ème} alinéa)** devrait être supprimée. En effet, cette disposition, inopérante car non détaillée dans ses modalités d'application, fait peser un risque juridique sur les établissements, et ce alors même que, comme rappelé supra, tout reclassement est précédé d'une évaluation approfondie des connaissances du client.

GOUVERNANCE PRODUITS

Les établissements qui conseillent les émetteurs dans le cadre d'émissions d'instruments financiers (par exemple, lors d'introductions en bourse) sont soumis aux exigences de gouvernance produits, ce qui comprend l'obligation de réexaminer dans la durée le marché cible des instruments émis. Or, ce type de conseil est, par nature, ponctuel et ne comporte ni engagement ni responsabilité à long terme. **Aussi, il devrait être clarifié que la responsabilité de l'établissement conseil en matière de gouvernance-produits prend fin à l'issue de la période d'offre sur le marché primaire.**

Par ailleurs, **les obligations de gouvernance-produits relatives à la détermination du marché cible de MiFID applicables aux producteurs d'instruments financiers, ne devraient pas s'appliquer aux instruments commercialisés exclusivement hors de l'Union européenne**. En effet, ces dispositions visent à garantir que les instruments financiers sont commercialisés auprès de clients dont les caractéristiques correspondent à celles de ces instruments. Or, une application limitée aux seuls producteurs, et non aux distributeurs, ne permet pas d'atteindre cet objectif et est donc inutile. Ce d'autant que ces marchés cibles sont déterminés selon des critères se référant à des notions (notamment de catégorisation des clients) qui ne sont pas pertinentes pour les distributeurs non-européens.

Les textes devraient donc clarifier que les producteurs d'instruments financiers ne sont pas soumis aux obligations de détermination d'un marché cible de la gouvernance produits pour les produits commercialisés exclusivement hors de l'Union européenne.

PRIIPs

Les obligations vanilles sont à ce jour incluses dans le champ d'application de PRIIPS. Ce sont pourtant des instruments financiers conçus pour lever du financement et non pour répondre à des besoins d'épargne. N'étant par ailleurs pas « *packaged* », ils ne devraient pas être visés par PRIIPS. Cela constitue à ce jour un frein à leur commercialisation auprès de la clientèle de détail car pour éviter d'avoir à rédiger un KID PRIIPS, les émetteurs d'obligations vanilles réservent habituellement leurs émissions à la clientèle professionnelle. **L'AMAFI souhaite que cette anomalie, qui va à l'encontre des objectifs de l'Union de l'épargne et des investissements de favoriser l'accès des ménages aux marchés financiers de l'Union, puisse être corrigée.**

MAR

RECOMMANDATIONS D'INVESTISSEMENT

Les départements de vente et de négociation des prestataires de services d'investissement échangent quotidiennement des flux d'informations importants avec les investisseurs, principalement professionnels, notamment sous la forme de “*sales notes*”. Ces notes sont produites par les équipes de vente pour **attirer l'attention des clients sur une idée de marché, un instrument financier ou une opportunité d'investissement**. Bien que non destinées à un large public, elles pourraient néanmoins être considérées comme des recommandations d'investissement au sens de MAR dès lors qu'elles sont distribuées à plusieurs personnes. En effet, les recommandations d'investissement de MAR sont « *des informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs, y compris toute opinion émise sur le cours ou la valeur actuel(le) ou futur(e) de ces instruments, destinées aux canaux de distribution ou au public* »²³.

Or, les obligations attachées aux recommandations d'investissement en vertu de MAR leur imposent des règles strictes de qualité et de présentation. Ces règles visent, dans l'intérêt de l'intégrité des marchés qui est la préoccupation centrale de MAR, à assurer une présentation objective de l'information largement diffusée. Elles ne sont pas adaptées aux *sales notes*, dont la diffusion est restreinte et les caractéristiques diffèrent profondément.

En effet, l'analyse produite au sein d'une structure organisationnelle dédiée, le département d'analyse financière des prestataires, est le fruit d'une réflexion approfondie de l'analyste financier et suit un processus de rédaction, d'approbation et de diffusion strict et prédéterminé.

En revanche, les flux d'informations relayés par les commerciaux et les traders des salles de marché de gros destinés à des clients professionnels sont, par nature, instantanés et réactifs et ne pourraient être préparés dans un cadre similaire à celui utilisé pour la recherche en investissement sans perdre leur valeur pour les clients.

²³ [MAR](#), art. 3(35).

Or, MAR n'a pas repris un critère très important de la définition de la recommandation d'investissement qui figurait dans les textes de la Directive MAD selon lequel « *les informations susceptibles d'être rendues publiques* » désignent « *les informations auxquelles un grand nombre de personnes ont accès* » (*directive 2003/125/CE, article 1, paragraphe 7*) Privée de cette clarification nécessaire, la définition des recommandations d'investissement est interprétée par certains comme n'exigeant pas que l'information soit envoyée à un large public, et pouvant même viser une communication envoyée à un très petit nombre de personnes. Cela a pour effet d'assujettir presque toute interaction commerciale avec un client aux règles MAR relatives aux recommandations d'investissement alors que ce n'était certainement pas l'objectif du règlement qui vise, sur cet aspect, à lutter contre les délits d'initiés.

Ainsi, l'AMAFI recommande que la définition des recommandations d'investissement au sens de MAR soit modifiée de manière à exclure explicitement les « *sales notes* » de son champ d'application et que soit clarifiée la référence au « *public* » de la même manière que dans MAD.

LISTE D'INITIÉS

L'ESMA a récemment consulté sur un projet de standard technique étendant l'utilisation d'un format allégé de rédaction des listes d'initiés. Ce projet prévoit d'aligner le niveau de détail des listes d'initiés prévues dans le régime général (*MAR, art. 18(1)*) et dans le régime propre au marché de croissance des PME avec *opt out*²⁴ (*MAR, art. 18(6) Al. 1*) sur les obligations propres au marché de croissance des PME sans *opt out* (*MAR, art. 18(6) Al. 2*), qui sont des obligations allégées. Ne devraient ainsi plus être exigées dans ces listes les informations suivantes : le nom et adresse de l'entreprise, les numéros de téléphone et adresse privés, le nom de naissance et la date de naissance des personnes inscrites sur ces listes.

L'AMAFI, qui soutenait depuis longtemps une simplification des listes d'initiés, se réjouit de cette prochaine simplification, tout en regrettant le fait que, compte-tenu des délais propres au processus réglementaire européen, ces simplifications ne puissent être effectives avant de longs mois.

Ainsi, l'Association souhaite que ces simplifications soient d'ores et déjà rendues effectives par la publication par l'ESMA d'une *no-action letter*.



²⁴ Le régime général de liste d'initiés pour les marchés de croissance des PME est un régime allégé. Toutefois, les États membres ont la possibilité d'opter pour ne pas appliquer ce régime simplifié et appliquer le régime général : « *lorsque cela est justifié par des préoccupations nationales spécifiques liées à l'intégrité du marché, les États membres peuvent exiger des émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME qu'ils [appliquent le régime général]* » (*MAR, art. 18(6) al. 2*).