

– la promulgation des textes relatifs aux traitements des réclamations, aux abus de marché dont le champ a été étendu, etc.

Outre un nouveau point du programme dédié aux matières premières, l'on relèvera également l'insertion d'une nouvelle rubrique dédiée aux acteurs de l'intermédiation et de la distribution des instruments financiers qui illustre l'intérêt porté à ces acteurs par le Régulateur. La consultation actuelle sur la révision des conventions conclues entre producteurs et distributeurs s'inscrit logiquement dans ce contexte d'attention accrue du régulateur sur les circuits de distribution.

Il sera également relevé l'insertion dans le programme du cas particulier de l'épargne salariale, insérée au sein du chapitre « post marché » mais qui mériterait sans doute un point spécifique, des sondages de marché et du financement participatif.

La déclinaison de la directive MIF 2 qui interviendra d'ici 2016 sera à l'origine d'une prochaine et importante actualisation de ce programme.

La nouvelle trame de l'examen s'appliquera à partir du 1^{er} septembre 2014.

Jean-Pierre Bornet

Produit d'investissement de détail : Adoption du règlement par le Parlement européen le 14 avril 2014.

Ce règlement dit « règlement Prip's » a finalement été adopté le 15 avril 2014 par le Parlement. Théoriquement d'application immédiate, ce règlement nécessite la publication de mesures d'application de la compétence de la commission et de l'ESMA qui interviendront courant 2015.

À la suite de plusieurs discussions, l'on sait désormais que les produits concernés appartiendront à l'une des deux catégories suivantes :

– un investissement quelle que soit sa forme, y compris les instruments émis par des véhicules de titrisation (SPV), dont le montant remboursable à l'investisseur est sujet à fluctuation en raison d'une exposition à des valeurs de référence ou à la performance d'un ou de plusieurs actifs qui ne sont pas achetés directement par l'investisseur ;

– un produit d'investissement assurantiel c'est-à-dire un produit d'assurance offrant une valeur à maturité ou une valeur de rachat sujette, de façon directe ou indirecte, partiellement ou en totalité, aux fluctuations du marché. En l'état, les avis divergent sur l'insertion dans cette catégorie de l'assurance vie en euros.

Jean-Pierre Bornet

MIF 2 : Adoption de la directive et du règlement par le Parlement européen le 15 avril 2014.

Le Parlement européen réuni en séance plénière a approuvé le 15 avril 2014 les textes relatifs à la révision de la directive MIF composés d'une directive et d'un règlement. Ces dispositions entreront en vigueur fin 2016 voire début 2017. D'ici là des textes de niveaux 2 et 3 seront publiés par l'ESMA dont le processus de consultation

commencera courant juin 2014.

Nous passerons successivement en revue les principales dispositions de ces textes en commençant pour la chronique de ce numéro à celles du règlement intéressant la protection de la clientèle.

Avant de pointer certaines des mesures spécifiques issues de ce texte, il sera procédé à deux remarques.

– La première a trait au champ visé qui, en l'état, distingue insuffisamment les produits de taux des produits de capital. Or ces deux catégories de produits nécessitent des approches différentes notamment quant aux éléments d'information qui doivent être communiqués aux clients pour que l'information délivrée demeure pertinente.

– La deuxième concerne les produits d'assurance « financière ». Le considérant 87 du règlement traite directement la situation des produits d'assurance financière. Les auteurs du règlement constatent que les contrats d'assurance sont souvent proposés aux consommateurs comme des alternatives ou des substitués possibles aux instruments financiers. Après avoir constaté qu'il convenait d'assurer des conditions de concurrence égale entre produits similaires dans un cadre de protection optimal de la clientèle de détail qui devraient assimiler les contrats d'assurance « financiers » aux instruments financiers, les auteurs du texte considèrent, après avoir que les textes devraient s'appliquer de manière identique pour les deux produits, qu'il est plus approprié d'inscrire les prescriptions détaillées dans le réexamen en cours de la directive 2002/92/CE. Cette situation est regrettable car elle sera très certainement à l'origine de distorsions dont les auteurs ont conscience puisqu'ils envisagent une situation future où les Autorités et Régulateurs agiront de concert pour instaurer autant de cohérence que possible (*sic*) dans les règles de conduite normalisées relatives à ces produits d'investissement.

Situation des entreprises commercialisant des dépôts structurés

Le champ d'application du texte est étendu aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit commercialisant des dépôts structurés ou fournissant des conseils sur ces dépôts à des clients. Traitant que les seuls dépôts structurés considérés comme des produits d'investissement, le texte n'inclut pas les dépôts uniquement liés aux taux d'intérêts, que ces taux d'intérêts soient prédéterminés, fixes ou variables.

La notion de marché cible

Parmi les exigences organisationnelles énoncées à l'article 16, l'on notera celle relative à la commercialisation des produits. Ainsi toute entreprise d'investissement qui conçoit des instruments financiers destinés à la vente aux clients maintient, applique et révisé un processus de validation de chaque instrument financier et des adaptations notables des instruments financiers existants avant leur commercialisation ou leur distribution aux clients.

Le processus de validation des produits détermine un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée pour chaque instrument financier et permet de s'assurer que tous les risques per-

tinents pour ledit marché cible défini sont évalués et que la stratégie de distribution prévue convient bien au marché cible défini. Cette nouvelle exigence est importante et structurante. En l'état elle suscite plusieurs points de discussion. S'agissant de la définition du marché cible, l'on constate que la définition de cette notion ne figure pas au sein de l'article 4 « définitions du règlement » et qu'en conséquence le degré de précision du marché cible demeure inconnu. Un point est certain, il sera nécessaire d'aller au-delà des catégories « professionnels » et « non-professionnels » jusqu'alors définies par les textes. Il apparaît également que la notion de « cible de clientèle » visée par ces textes est naturellement distincte de celle jusqu'alors entendue par les services de marketing des établissements qui classent les clients en cibles distinctes selon leur situation socio-professionnelle, à savoir les CSP+, les « jeunes » à potentiel, etc. Ces classifications des services marketing ne sauraient, à notre avis, être retenues car elles préemptent en fonction d'autres critères qui lui sont étrangers la réelle volonté du client quant à ses objectifs. C'est pourquoi, nous envisageons une approche différente ou ces cibles seraient définies à partir des réponses aux questions des clients au document de connaissance qui leur sont proposés. Ainsi un client entendant placer son épargne afin de bénéficier de revenus stables et pour une large part sécurisés pour un horizon temporel supérieur à 7 ans pourrait être classé au sein d'une cible de clientèle baptisée « Client désirent bénéficier de revenus stables et sécurisés pour un horizon à long terme ». Dès lors, un emprunt obligataire répondant à ces critères notamment au niveau de l'horizon de placement pourrait définir cette cible comme répondant au contenu de cette nouvelle disposition. Si cette voie était retenue, elle impliquerait un aménagement de la compréhension du texte dont le centre de gravité est fixé au niveau de l'émetteur et du producteur et ce alors même que la connaissance du client, de sa situation et de ses besoins se situe chez le distributeur. Dès lors, la définition du ciblage des produits devrait être réalisée à l'issue d'un processus interactif faisant intervenir le couple formé par l'émetteur-producteur avec le distributeur notamment lorsque ce dernier sera constitué d'un important réseau de distribution. Naturellement, cette observation est de moindre importance lorsque les distributeurs sont atomisés comme cela est constaté pour les réseaux de conseillers indépendants.

L'enregistrement et la traçabilité des services fournis

L'article 16-6 et 7 du règlement comprend l'énoncé d'un dispositif de traçabilité et d'enregistrement des conversations et communications électroniques. Les dispositions de l'article 16-6 et 7 du règlement étendent de manière importante les obligations des prestataires. Les enregistrements ne sont plus limités aux services fournis mais s'étendent à toute activité exercée par l'entreprise afin de permettre à l'autorité d'exercer ses missions de surveillance et ses activités de contrôle. Ces enregistrements incluent l'enregistrement des conversations téléphoniques ou des communications électroniques en rapport non seulement avec les transactions conclues dans le cadre d'une négociation pour compte

propre mais également les prestations de services relatifs aux ordres des clients qui concernent la réception, la transmission et l'exécution d'ordres des clients. En conséquence, les conversations téléphoniques et communications électroniques à enregistrer et conserver incluent également celles qui sont destinées à donner lieu à des transactions conclues dans le cadre d'une négociation pour compte propre ou la fourniture de services relatifs aux ordres de clients concernant la réception, la transmission et l'exécution d'ordres de clients, même si ces conversations et communications ne donnent pas lieu à la conclusion de telles transactions ou à la fourniture de services relatifs aux ordres de clients. Cette extension devra être délimitée avec soin tant les conséquences pour les établissements en termes d'organisation et de conservation des informations seront importantes. Sur le fond, l'on s'interrogera sur la portée de cette disposition qui semble exclure la traçabilité de l'activité de conseil en investissement alors qu'elle est le plus souvent liée à celle de réception-transmission d'ordres. Les modalités de la traçabilité du service d'investissement conseil en investissement lorsque sa délivrance est liée à la fourniture d'autres services d'investissement devront être précisées. Le texte du règlement précise que le contenu des conversations en tête à tête avec un client peut être consigné par écrit dans un compte rendu ou dans des notes. De tels ordres seront alors considérés comme équivalents des ordres transmis par téléphone. Il est important de noter que le texte, s'il en définit le principe, ne pose aucune obligation quant aux modalités de traçabilité, exigeant simplement une durée comprise entre 5 et 7 ans. Cette liberté conférée aux établissements devra être confirmée par les textes techniques qui seront diffusés par l'ESMA. En l'état, il nous semble que la traçabilité de la bonne adéquation du service de réception transmission d'ordres assorti du service de conseil pourrait simplement relever de la bonne adéquation entre les caractéristiques du produit repris par le producteur ou l'émetteur servant à définir la clientèle cible avec le document de connaissance du client car en définitive, c'est bien de cela qu'il s'agit. Si cette possibilité était retenue, l'objectif recherché par le législateur Européen serait atteint dans de bonnes conditions d'exécution tant matérielle que financière par les prestataires.

Le trading algorithmique

Le règlement prévoit des dispositions spécifiques contraignantes pour les prestataires recourant au trading algorithmique. Outre la mise en place de systèmes de contrôle adaptés dont le principe est ici rappelé et précisé, ces entreprises sont soumises à des obligations de déclarations et de transparence notamment avec la tenue d'un registre précis et chronologique de tous les ordres qu'elles passent, y compris les annulations d'ordres, les ordres exécutés et les cotations sur des plates-formes de négociations ; registre qui sera mis à la disposition de toute autorité de régulation qui en fera la demande.

L'ESMA élaborera également des projets de normes techniques de réglementation qui encadreront cette activité.

Les conflits d'intérêts et la perception d'incitations en provenance de tiers ou de la structure de rémunération et d'autres structures incitatives propres à l'entreprise d'investissement

Conformément à l'article 24,4, a) du règlement, lorsque des conseils en investissement sont fournis, l'entreprise d'investissement doit indiquer au client, en temps utile avant la fourniture des conseils si les conseils :

- sont fournis de manière indépendante ;
- s'ils reposent sur une analyse large ou plus restreinte de différents types d'instruments financiers et, en particulier, si l'éventail se limite aux instruments financiers émis ou proposés par des entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement ou toute autre relation juridique ou économique, telle qu'une relation contractuelle, si étroite qu'elle présente le risque de nuire à l'indépendance du conseil fourni ;
- si l'entreprise fournira au client une évaluation périodique du caractère approprié des instruments financiers qui lui sont recommandés.

Ce dispositif imposera aux prestataires de se déterminer au regard de leur situation de fournisseur de conseil indépendant ou non dont l'une des principales composantes à prendre en considération quant au choix à opérer aura trait à la structure des rémunérations qu'ils percevront, les conseillers ne pouvant pas, *a priori*, percevoir d'autres rémunérations que celles en provenance de leurs clients conseillés. S'agissant du temps de la fourniture de cette information le texte demeure ambigu puisqu'il précise que cette information devra être réalisée « en temps utile » et préalablement à la fourniture du service. Pour éviter toute ambiguïté sur ce point, il sera sans doute intéressant de proposer au Régulateur d'accepter le principe d'une clause générale insérée notamment dans la convention de comptes qui préciserait que sauf cas spécifiques, le prestataire agira vis-à-vis de son client en respectant les préconisations de cet article qui seraient bien sûr résumées. Ainsi cette information générale conserverait un caractère pré contractuel.

Concernant les rémunérations perçues par le prestataire, ce règlement prévoit deux possibilités selon que le prestataire soit indépendant ou non.

Si le prestataire se présente comme indépendant vis-à-vis de son client, il doit satisfaire aux obligations suivantes :

- évaluer un éventail suffisant d'instruments financiers disponibles sur le marché qui doivent être suffisamment diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs, ou à leurs fournisseurs, pour garantir que les objectifs d'investissement du client puissent être atteints de manière appropriée, et ne doivent pas se limiter aux instruments financiers émis ou fournis par l'entreprise d'investissement elle-même ou par des entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement ou d'autres entités avec lesquelles l'entreprise d'investissement a des relations juridiques ou économiques telles que des relations contractuelles, si étroites qu'elles présentent le risque de nuire à l'indépendance du conseil fourni ;
- ne pas accepter, en les conservant, des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients,

versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers. La rigueur de ce principe est toutefois atténuée dans des conditions qu'il sera intéressant de suivre lors de l'adoption des textes d'application par l'ESMA puisque le prestataire indépendant pourra recevoir des « avantages monétaires mineurs » susceptibles d'améliorer la qualité du service au client à condition que le client en soit préalablement informé. La conceptualisation de cette notion, voire une déclinaison précise des avantages monétaires mineurs fera l'objet de discussions au sein des mesures de niveau deux notamment en ce qui concerne le sort réservé à la recherche dans ce cadre.

Si le prestataire ne se présente pas comme indépendant, il pourra percevoir ou verser une rémunération, une commission, ou un avantage non pécuniaire en liaison avec la prestation d'un service d'investissement si ces derniers ont pour objet d'améliorer la qualité du service concerné au client et ne nuisent pas au respect de l'obligation de l'entreprise d'investissement d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts de ses clients. Parallèlement, le client devra être clairement informé de l'existence, de la nature et du montant du paiement ou de l'avantage visé. Ce dispositif visant les conseils non indépendants ainsi validés par le règlement définitif alors qu'ils avaient fait l'objet de bon nombre de discussions reprend en définitive le dispositif actuellement décliné en France par les prestataires. Le dispositif de l'AMF, notamment au travers de sa Position 2013-10 étant en cours d'application par les entreprises d'investissement, il est primordial pour la place française qu'il ne soit pas remis en cause par les textes d'application émanant de l'ESMA.

Pour les entreprises fournissant le service de gestion sous mandat, l'article 24-8 du règlement précise qu'elles ne peuvent pas conserver les rétrocessions perçues ou autres avantages non monétaires à l'exception, comme pour les cas visés au point précédent des avantages monétaires mineurs. L'on sait que ce dispositif va contraindre les sociétés de gestion pour compte de tiers à réfléchir, pour certaines d'entre elles à une évolution de leur modèle économique.

Les rémunérations des collaborateurs des entreprises d'investissement

La fixation de leurs objectifs. L'article 24-10 du règlement énonce un principe de neutralité quant à la fixation de la rémunération fixe ou variable des collaborateurs des prestataires afin que dans le respect de la primauté des intérêts des clients, ils ne puissent pas être encouragés à leur recommander un instrument financier particulier alors que l'entreprise d'investissement pourrait proposer un autre instrument financier correspondant mieux aux besoins des clients. Ce principe n'est pas nouveau, il conviendra de s'assurer que les mesures d'application n'entraîneront pas de nouvelles contraintes alors que les prestataires français déclinent déjà ce principe à travers la récente Position 2013-24 de l'AMF.

S'agissant des points visés à l'article 24 du règlement relatifs aux rémunérations, le point 12 de cet article précise que les États membres peuvent, dans des cas excep-

tionnels, imposer aux entreprises d'investissement des exigences supplémentaires pour les matières régies par cet article. Cet article indique ensuite que « ces exigences doivent être objectivement justifiées et proportionnées afin de répondre à des risques spécifiques pesant sur la protection des investisseurs ou l'intégrité du marché qui revêtent une importance particulière dans la structure de marché propre à l'État membre concerné ».

Les règles de la compétence des actes délégués pris par la Commission

Le point 13 de l'article 24 du règlement pourrait sérieusement impacter les établissements selon le contenu des textes d'application dont il sera à l'origine. Il présente en conséquence une réelle importance au regard des systèmes et procédures mis en place par les établissements depuis 2007. En habilitant la Commission à prendre des actes délégués sur les conditions que doivent remplir les informations pour être correctes, claires et non trompeuses, sur les détails concernant le contenu et le format des informations communiquées aux clients notamment pour ce qui est de leur catégorisation et des coûts et des frais, sur les critères d'évaluation d'un éventail d'instruments financiers disponibles sur le marché et enfin sur les critères servant à évaluer si les entreprises recevant des incitations respectent l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts du client, ce texte pourrait, au vu du contenu des éventuels actes délégués pris par la Commission, entraîner pour les prestataires français de substantielles modifications de leurs procédures et systèmes d'information. Il sera nécessaire que les établissements français participent de manière rapprochée aux consultations qui seront organisées sur ce thème tant il est important.

L'évaluation de l'adéquation et du caractère approprié et l'information des clients

L'article 25 du règlement reprend le dispositif précédant en l'enrichissant de nouveaux critères plus précis s'agissant notamment de la nécessité pour le prestataire de prendre en considération la capacité du client à subir des pertes et sa tolérance au risque jusqu'alors simplement traité par la notion d'appétence au risque dorénavant éclairée. Concrètement, il est probable que les établissements réfléchiront à une évolution de leurs procédures et documents relatifs à la connaissance du client qui pourrait ainsi évaluer le degré de perte maximale que le client entend ou est en mesure de supporter. Cette notion clef sera ensuite insérée dans les systèmes d'information pour avertir le client d'une évolution défavorable de son placement qui lui ferait atteindre ce montant ce qui lui permettrait de réagir ou de demander un nouveau conseil au prestataire qui pourrait d'ailleurs être à l'initiative de cette demande. Le point 6 comprend une mesure importante. Il précise que lorsqu'elle fournit des conseils en investissement, l'entreprise d'investissement remet au client, avant que la transaction ne soit effectuée, une « déclaration d'adéquation » sur un support durable précisant les conseils prodigués et de quelle manière ceux-ci répondent aux

préférences, aux objectifs et aux autres caractéristiques du client de détail.

Un dispositif dégradé est prévu. Ainsi, lorsque l'accord d'achat ou de vente d'un instrument financier est conclu en utilisant un moyen de communication à distance qui ne permet pas la transmission préalable de la déclaration d'adéquation, l'entreprise d'investissement peut fournir la déclaration écrite d'adéquation sur un support durable immédiatement après que le client est lié par un accord sous réserve que le client ait consenti de recevoir cette déclaration d'adéquation sans délai excessif après la conclusion de la transaction et que l'entreprise ait donné au client la possibilité de retarder la transaction afin qu'il puisse recevoir au préalable la déclaration d'adéquation. Ce point issu de la réglementation française applicable aux conseillers financiers structurera la délivrance des conseils en en permettant la traçabilité. Il impliquera également l'adaptation des procédures et systèmes d'information au regard des conseils en investissement délivrés lors de la réalisation d'autres services désinvestissements comme la réception transmission d'ordres ou le placement,

La politique de best execution

La politique de *best execution* des prestataires fait l'objet de précisions. Le meilleur résultat possible est toujours fondé sur une analyse multicritère faisant notamment intervenir le prix, le coût, la rapidité, la probabilité de l'exécution et du règlement de l'ordre. Parmi les précisions apportées par le texte européen, l'on citera l'obligation pour les entreprises d'investissement qui exécutent des ordres de clients d'établir et de publier une fois par an, pour chaque catégorie d'instruments financiers, le classement des cinq premières plates-formes d'exécution sur le plan des volumes de négociation sur lesquelles elles ont exécuté des ordres de clients au cours de l'année précédente et des informations synthétiques sur la qualité d'exécution obtenue. Les textes d'application envisageront sans doute de manière distincte le cas des obligations nées de la meilleure sélection qui semble toujours se confondre avec la meilleure exécution alors que les deux situations sont différentes.

En conclusion de ce rapide et premier survol tant ce texte est complexe, s'il ne bouleverse pas l'économie du dispositif issu de la directive MIF, il le complète et l'enrichit en accentuant les contraintes structurelles pesant sur les prestataires. En revisitant l'ensemble du précédent cadre législatif et réglementaire, il sera sans doute à l'origine de nombreuses modifications qui sans remettre en cause le cadre initial le compléteront et seront à l'origine de nombreuses modifications des procédures, systèmes d'information et programme de formation des collaborateurs dont, compte tenu de la date d'entrée en vigueur rapide, 2016 est demain en cette matière, les prestataires doivent avoir pleinement conscience. ■

Jean-Pierre Bornet