AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

De MIF I à MIF II
Point d'étape

Benoît de Juvigny, Secrétaire Général

Guillaume Eliet, Secrétaire Général Adjoint

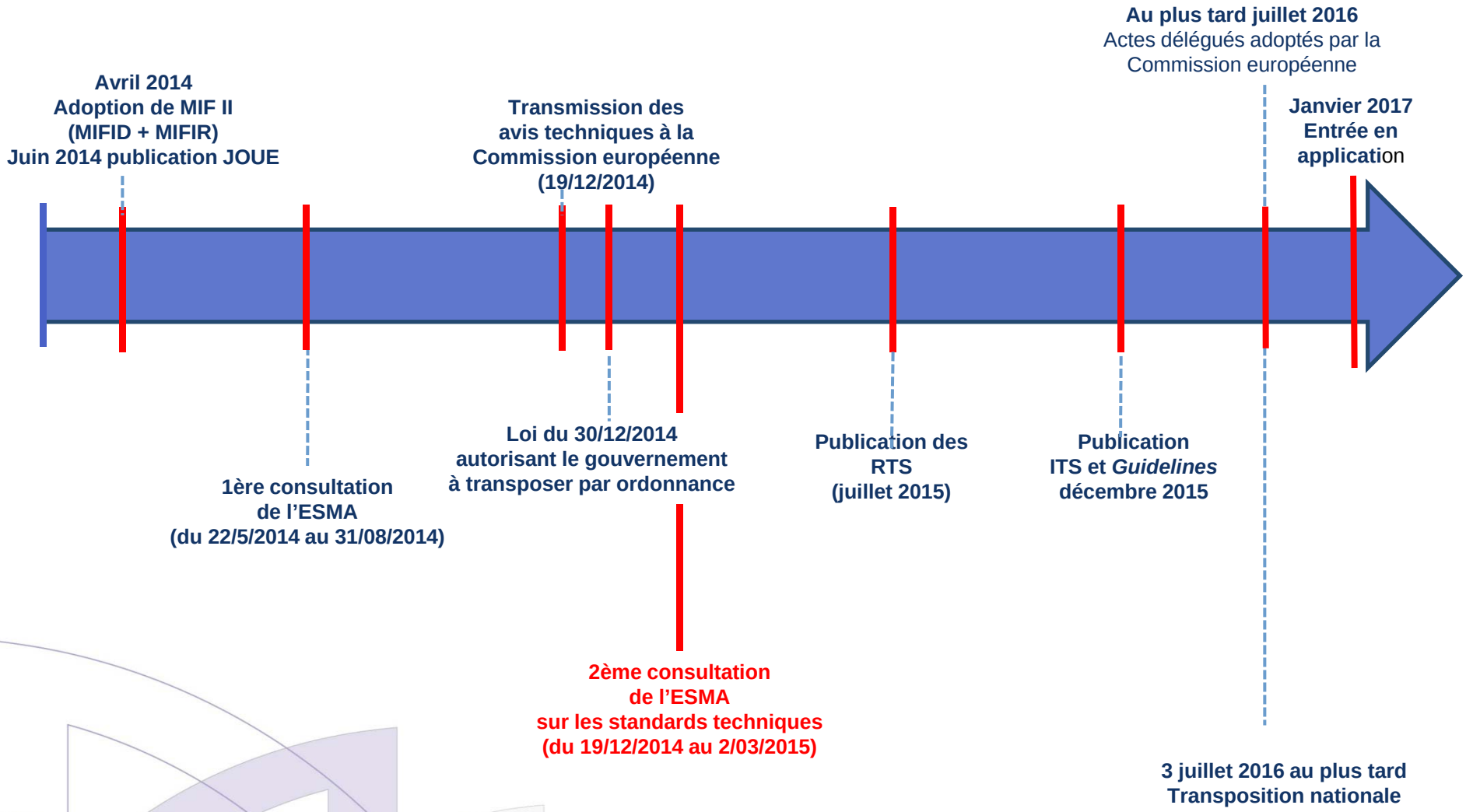
Philippe Guillot, Directeur des Marchés

Point presse – 5 février 2015

Introduction

- Un texte fondamental pour la **protection des investisseurs** et le **bon fonctionnement des marchés**…
- … dans une tendance de fond vers davantage de financement par les marchés
- D'une directive vers une directive et un règlement
  - 40% de dispositions nouvelles par rapport à MIF I
- Un travail considérable réalisé par l'ESMA
- Des avancées, quelques points de vigilance
- Une forte mobilisation des équipes de l'AMF dès 2010 :
  - au niveau européen (notamment au sein des groupes de travail mis en place par l'ESMA)
  - au niveau national (transposition)

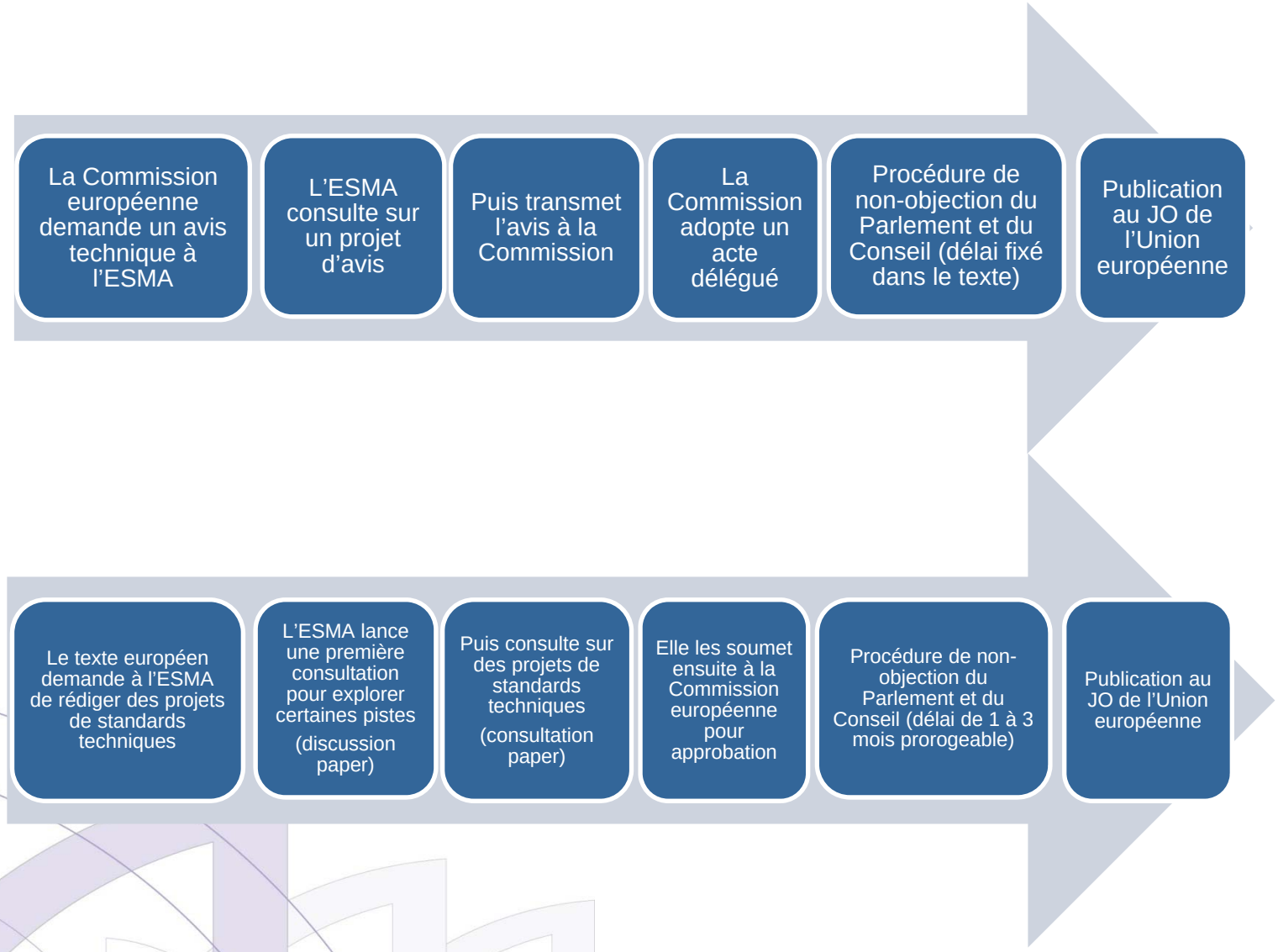
Un calendrier mobilisateur jusqu'en 2017…



… pour finaliser le dispositif communautaire et le transposer en droit français

- Plus d'une centaine de mesures d'exécution à adopter
- Des rôles différenciés pour l'ESMA et la Commission européenne
  - standards techniques rédigés par l'ESMA et soumis à l'approbation de la Commission européenne
  - actes délégués adoptés par la Commission européenne après avis techniques de l'ESMA
- Des procédures de non-objection par le Parlement et le Conseil européens
- MIF 2 devrait donner lieu à davantage de règlements d'application
- Les régulateurs nationaux participent aux travaux au sein de l'ESMA
- La contribution de la place financière à la consultation en cours est importante
- Les travaux de transposition commencent

Actes délégués/standards techniques : des procédures différentes



I. Transparence et structure de marché

Les limites de MIF I

- Un champ d'application de la transparence restreint aux actions

- Des dérogations à la transparence pré-négociation et peu d'encadrement de l'OTC

  Pour rappel :

  – Transparence pré-négociation : publication en temps réel par les plateformes de négociation des prix et des volumes des intérêts acheteurs et vendeurs
  – Transparence post-négociation : publication en temps réel par les plateformes de négociation et les entreprises d'investissement des volumes et prix de leurs transactions

→ Développement du trading non transparent (*Dark Pools*) et de l'OTC

- Fragmentation des négociations par la multiplication des plateformes (notamment non transparentes)

<u>Impact négatif sur</u> :
- le processus de formation du prix
- la lisibilité du marché

Les avancées de MIF 2

- Davantage de transparence sur les ordres et les transactions sur les actions

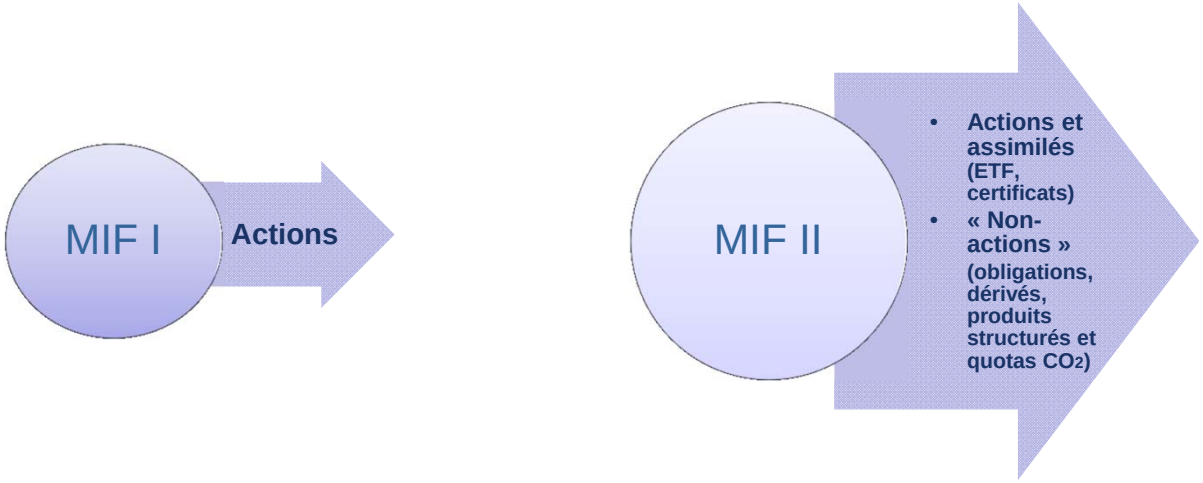
- Une exécution recentrée des transactions sur actions sur des plateformes organisées
  - Marchés réglementés
  - Systèmes multilatéraux de négociation
  - Internalisateurs systématiques

- Extension de la transparence aux instruments autres que les actions
  - Obligations
  - Dérivés
  - Produits structurés
  - Quotas de CO_2

Un meilleur encadrement de la négociation sur actions et produits assimilés

- Amélioration du processus de formation des prix
  - Extension du régime de transparence à des instruments « assimilés actions » (ex : ETF)
  - Encadrement de l'OTC : via une définition de l'OTC et une obligation de négociation des actions sur marchés réglementés (RM), systèmes multilatéraux de négociation (SMN) et internalisateurs systématiques (IS)
  - Encadrement des dérogations à la transparence pré-négociation par la mise en place d'un double plafond pour les transactions *Dark*
- Meilleure traçabilité
  - Plus de données
  - Exécution des transactions recentrées sur les plateformes transparentes
- Le résultat d'un engagement fort de l'AMF : le régime harmonisé des pas de cotation
  - Outil puissant d'ajustement de la structure de marché
  - Tenant compte de la liquidité et du prix

Un nouveau régime sur l'univers hors actions



- Création d'un régime de transparence pré- et post-négociation sur les obligations, les dérivés, les produits structurés et les quotas de CO_2
- Un nouveau type de plateforme de négociation : l'OTF (*Organised Trading Facility*)
- Une obligation de négociation sur plateforme pour certains dérivés suffisamment liquides

La transparence : enjeux des travaux en cours sur les standards techniques

- Actions et assimilés :
  - Bien calibrer le régime des dérogations à la transparence pré-négociation (seuils de transparence et double plafond)
  - Préciser les contours de l'obligation de négocier sur des plateformes

- Instruments « autres » :
  - Promouvoir un régime de transparence à la fois ambitieux et tenant compte des problématiques de liquidité, en particulier sur l'obligataire
  - Déterminer les seuils de transparence

MIF 2 : le *trading* à haute fréquence et algorithmique

- Des mesures encourageant la résilience des plateformes

- Des pratiques tarifaires et de co-location équitables, transparentes et non discriminatoires pour les plateformes de négociation

- Des obligations attachées au statut de *trader* à haute fréquence ou au recours à des algorithmes
  - Enregistrement des THF
  - Identification des ordres générés par algorithmes
  - Des exigences en matière de résilience et de contrôle des systèmes

- Un statut de teneur de marché assorti de règles
  - Mise en place préconisée d'un mécanisme d'incitation pour récompenser la présence en cas de stress sur les marchés

→ Ces obligations impliquent d'avoir une définition du THF

Transparence et structure des marchés : des points de vigilance

- L'absence d'un mécanisme commun de coupe-circuits
- La notion de liquidité pour les transactions réalisées dans l'univers non actions → enjeu de reconnaissance à l'international des règles européennes
- La définition de la tenue de marché
- L'avenir de l'internalisation systématique :
  - Un statut peu utilisé sous MIF I
  - Donc qui n'a pas évolué sous MIF II
    - En matière de transparence
  - Et qui pourrait bénéficier de l'obligation de négociation sur plateformes pour les actions

II. Protection de l'investisseur

- Une limitation des conflits d'intérêts
- Un meilleur contrôle de la commercialisation des produits complexes
- Des règles de gouvernance des produits

Une limitation des conflits d'intérêts

MIF II interdit la perception des rétrocessions et avantages (*inducements*) dans le cadre de la gestion de portefeuille et le conseil dit « indépendant »

- Pour les autres services, ces rétrocessions restent autorisées, à condition de permettre une amélioration du service fourni au client.

L'avis technique de l'ESMA précise :

→ Ce que recouvre l'amélioration du service liée à la perception de ces avantages

→ Les critères permettant d'apprécier l'indépendance du conseil (évaluation d'une palette suffisamment large et diversifiée d'instruments financiers)

⇒ Au final, une proposition exigeante et équilibrée. Pour l'AMF, il est crucial de préserver l'accès à un conseil de qualité

Un meilleur contrôle de la commercialisation des produits complexes

- **Les OPCVM structurés** désormais classés en produits complexes, un statut qui oblige à une analyse approfondie des besoins et de la situation du client avant la vente

- **Des pouvoirs d'intervention** accordés aux autorités nationales et à l'ESMA pour interdire certains produits ou services susceptibles de porter préjudice aux investisseurs ou à la stabilité du marché

→ L'avis de l'ESMA précise ces nouveaux pouvoirs et, notamment, les critères à prendre en considération pour justifier de telles interventions

Des règles de gouvernance des produits

Pour tout nouveau produit, MIF 2 impose aux PSI :

- La mise en place de règles d'approbation
- La détermination d'une clientèle-cible aux besoins de laquelle le produit pourrait correspondre
- La mise en œuvre d'une politique de commercialisation en adéquation avec la cible définie
- Des responsabilités reposant essentiellement sur le concepteur et le distributeur du produit (transmission des informations entre l'un et l'autre pour une bonne commercialisation)

→ Objectif : éviter le lancement de produits inadaptés et une mauvaise commercialisation

L'avis technique de l'ESMA précise les responsabilités pour le concepteur et le distributeur : identification des conflits d'intérêts, tests sur les produits, revue de la structure de frais, revue périodique des produits conçus/vendus

Un dispositif complété, d'ici fin 2015-début 2016, par des orientations (*guidelines*) de l'ESMA portant sur :

- Les instruments financiers et dépôts structurés dont la structure rend la compréhension du risque encouru, généralement ou sur le rendement, ou sur le coût de sortie avant terme, difficile pour le client

- La vérification des connaissances et compétences du personnel fournissant des conseils ou informations sur des services et instruments financiers

- Certaines exigences applicables aux organes de direction, ces orientations devant être produites conjointement par l'ESMA et l'EBA. Il s'agit en particulier de clarifier les notions de i) temps suffisant accordé aux fonctions, ii) de connaissance, compétence et expérience iii) de moyens suffisants employés à la formation et iv) de diversité à prendre en compte dans le choix des membres.

La protection de l'investisseur : point de vigilance

- **Financement de la recherche :**

L'ESMA a proposé dans son avis technique à la Commission européenne un encadrement contraignant des modalités de rémunération de l'analyse financière par les gestionnaires de portefeuilles.

- Budget fixé ex-ante et affectation par portefeuille
- Approbation du client sur le budget affecté à son portefeuille et de son éventuel dépassement
- Contrôle de l'utilité pour le client

→ L'idée est de s'assurer que le montant payé n'est pas directement lié à la rotation du portefeuille et aux frais de transactions, et que la recherche facturée est utile au client.

→ Un sujet qui aurait mérité un débat approfondi entre législateurs.

→ Quel impact sur le suivi des PME, sur l'industrie ?

Conclusion

- **Une partie conséquente des règles découlant de la révision de la directive en consultation**

- **Des sujets importants pour le fonctionnement des marchés :**
  - Le financement de la recherche
  - La nécessité de trouver le bon équilibre entre transparence et liquidité