

REVISION DE MIF 2
Protection des investisseurs
-
Annexe « Gouvernance Produits »
Propositions de l'AMAFI

PRIORISATION DES POINTS ET SYNTHESE DES MODIFICATIONS PROPOSEES AU NIVEAU 1

- (1) Réintroduire plus de proportionnalité pour les instruments financiers simples
 - V. modification du considérant 71 de la directive de niveau 1
- (2) Clarifier le concept de Distributeur pour exclure la distribution « passive » / « large »
 - V. modification du considérant 71 de la directive de niveau 1
 - V. modification des articles 16.3 et 24.2 de la directive de niveau 1
- (3) Exclure du champ de Gouvernance Produits les négociations entre contreparties éligibles
 - V. modification des considérants 103 et 104 de la directive de niveau 1

MIF 2 innove sur le plan de la protection des investisseurs en introduisant un nouveau cadre contraignant pour la conception et la distribution des instruments financiers. Ces nouvelles dispositions détaillées dans le Chapitre III de la DD MiFID 2¹, rassemblées sous l'intitulé « Gouvernance Produits » constituent l'un des apports majeurs de MIF 2.

Leur mise en œuvre par les établissements concernés représente un enjeu important, au regard des conséquences, juridiques, organisationnelles ou informatiques qu'elles impliquent. Elles représentent des enjeux commerciaux déterminants puisque la Gouvernance Produits encadre l'offre et la distribution des instruments financiers des PSI.

Les nouvelles contraintes liées à la Gouvernance Produits visent à obliger les « Producteurs » et les « Distributeurs » d'instruments financiers à prévenir les conflits d'intérêts et encadrer les risques de mauvaise commercialisation des produits ou de création de produits sans intérêt défini pour le client. A ce titre, elles participent au renforcement de la protection des investisseurs, l'objectif étant de mieux cibler les investisseurs compatibles avec chaque produit commercialisé, via les définitions des « Marchés Cibles », de mieux les informer sur la nature du produit ou du service offert et de ne produire que des produits capables de satisfaire les besoins et objectifs des clients ciblés. La Gouvernance des Produits définit les responsabilités de chaque acteur de la chaîne de distribution, du concepteur au vendeur et les échanges entre les deux. Le champ d'application de cette Gouvernance des Produits, telle qu'actuellement définie, est très large, ses obligations s'appliquant à tous les clients, indépendamment de leur classification et à tous les instruments financiers².

¹ Les dispositions de la Directive Déléguée UE 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant MiFID 2 (« DD MiFID 2 ») relatives à la Gouvernance Produits ont été transposées en France au sein du Chapitre III du Livre III du RG AMF.

² Tel que défini par MIF 2 (Annexe I, Section C) ainsi que les dépôts structurés. Toutefois, une application proportionnée peut être réalisée en fonction de la catégorie des clients et de la nature des instruments financiers (v. DD MiFID 2 2017/593, cons. 18).

Ce nouveau dispositif présente indiscutablement un progrès en matière de protection des investisseurs. Par son caractère ambitieux, il ressort toutefois des travaux menés depuis plusieurs années sur l'interprétation et la mise en œuvre des obligations y afférentes que certaines critiques peuvent être formulées et prises en compte dans le cadre du chantier de révision de MIF 2.

Ces critiques ont pu nourrir des propositions de révision développées ci-après qui déclinent les 2 messages généraux développés en introduction :

(1) Simplifier, clarifier et rendre plus lisible le dispositif ; et

(2) Réintroduire plus de proportionnalité et mieux rendre compte des spécificités liées au marché *wholesale*.

Propositions pour simplifier et clarifier le champ d'application de la Gouvernance Produits avec une meilleure prise en compte de la proportionnalité

Le dispositif de Gouvernance Produits est en premier lieu très (voire trop) ambitieux compte-tenu de son champ d'application extrêmement large. Si cela présente l'avantage de couvrir l'ensemble des situations possibles, il est rapidement ressorti des travaux de mise en œuvre que ses objectifs n'étaient peu voire pas adaptés dans un certain nombre de cas.

(1) Les négociations exclusivement entre des contreparties éligibles en dehors des schémas de distribution

Lorsqu'une contrepartie éligible achète ou négocie sur un instrument financier avec un autre PSI, pour son propre compte sans aucune intention de le revendre à ses propres clients, ce dernier n'agit pas comme Distributeur au sens de Gouvernance Produits (« Distributeur »). La contrepartie éligible est le seul et unique « client » du PSI pour une transaction donnée. Dans le cas où une contrepartie éligible passe un ordre pour son compte propre à un autre PSI : les deux contreparties ont des rôles similaires l'une vis-à-vis de l'autre, chacune étant à la fois client et fournisseur, sans qu'aucun autre « client final » ne puisse être considéré comme ciblé. **Ainsi, la Gouvernance Produits ne devrait pas s'appliquer aux négociations faites exclusivement entre contreparties éligibles.**

A tout le moins, ces situations mériteraient une meilleure prise en compte du principe de proportionnalité adapté au marché *wholesale*. La pratique actuelle fait que la contrepartie éligible est déjà informée des caractéristiques de l'instrument financier qu'il négocie (via, par exemple, la transmission d'une *term sheet*). Les transactions faites exclusivement entre contreparties éligibles qui ne redistribuent pas ensuite à des clients finaux ne nécessitent pas de fournir l'ensemble des informations pensées pour des clients moins sophistiqués. Concernant l'information due par le Producteur au distributeur sur les produits, les contreparties éligibles ayant à la fois un bon niveau de connaissance et d'expérience des produits et qui est équivalent entre elles, pourquoi obliger l'une à les transmettre à l'autre ? Concernant les informations nécessaires à la surveillance des transactions par rapport au marché cible défini, laquelle des deux devrait reporter à l'autre ? Quant à l'obligation de revoir régulièrement ces marchés cibles, s'agissant de contreparties éligibles, dans quel but ?

Ces obligations ne devraient pas trouver à s'appliquer dans ces cas.

(2) Les émissions de produits de financement : actions et obligations ordinaires

Les obligations de la Gouvernance Produits sont applicables à tous les types de clients, à tous les services d'investissement et à tous les produits quel que soit leur niveau de complexité. L'AMAFI constate cependant que ces obligations ont été surtout pensées pour des produits structurés qui sont, eux, effectivement « fabriqués »³ par des PSI. En revanche, pour des produits dits « vanilles »⁴, la mise en œuvre des obligations de la Gouvernance Produits est plus difficile à appréhender ; en particulier sur le marché primaire, pour une valeur ajoutée *a priori* très faible voire nulle.

a) Renoncer à qualifier le PSI qui conseille un émetteur comme le Producteur du produit vanille

Le Producteur est le PSI qui produit l'instrument financier, ce qui englobe la « *création, le développement, l'émission et/ou la conception de l'instrument financier* »⁵. Or, dans le cadre des émissions de produits vanilles, lorsque l'émetteur est une entreprise non soumise à MIF 2 (par exemple, un *corporate*), il ne remplit pas lui-même les conditions visées par la définition du Producteur. Une lecture communément admise du considérant 15⁶ de la DD MiFID 2 est de considérer que c'est le PSI-conseil de l'émetteur dans le cadre d'une émission de Produits vanilles qui est le « Producteur » de ces derniers, au sens de la Gouvernance Produits.

Pourtant, il peut être objecté que le conseil fourni par le PSI dans ce cadre ne porte pas sur le produit en tant que tel ni sur son fonctionnement mais sur les caractéristiques de l'émission (modalités, calendrier, etc.). D'ailleurs, la pratique a démontré qu'il était très compliqué d'articuler la définition des Marchés cibles au sens de Gouvernance Produits avec les types d'investisseurs ciblés pour une émission donnée en cohérence avec le règlement Prospectus. En opportunité surtout, un certain nombre de dispositions de la Gouvernance Produits ne semblent pas adaptées à ces instruments financiers, en particulier les obligations qui s'appliquent dans le temps, compte tenu du caractère fongible de ces instruments⁷.

Ce sont les raisons pour lesquelles **il conviendrait de renoncer à qualifier ledit PSI comme le « Producteur » du Produit vanille** : la pratique ayant démontré que cela n'a apporté aucune valeur ajoutée si ce n'est un exercice purement formel de définition d'un Marché cible par nature très large et identique pour une même catégorie d'instruments financiers⁸.

b) Introduire plus de proportionnalité dans l'application des dispositions Gouvernance Produits aux produits vanilles

Même en l'absence de Producteur MIF 2, les produits vanilles distribués, à la fois sur le marché primaire et négociés sur le marché secondaire, sont soumises aux dispositions relatives à la Gouvernance Produits.

Là aussi, compte tenu de la nature intrinsèque de ces produits qui par nature doivent être accessibles au plus grand nombre, il ressort que le dispositif actuel ne prend pas suffisamment en compte le principe de proportionnalité, notamment sur les éléments suivants :

³ « [...] veiller à ce que les entreprises d'investissement qui fabriquent des instruments financiers s'assurent que ces produits sont fabriqués de manière à satisfaire aux besoins d'un marché cible défini de client finaux [...] » (*MiFID 2, cons. 71*).

⁴ Les **actions et obligations « ordinaires »** admises à la négociation sur un marché réglementé ou équivalent ou sur un MTF, qualifiés d'instruments financiers non complexes au sens de l'article 25.4 a) de MiFID 2 ; et les produits equity linked, tels que les obligations convertibles et/ou échangeables en actions, admises à la négociation sur un marché réglementé ou équivalent ou un MTF, quand bien même ils ne seraient pas qualifiés d'instruments financiers non complexes au sens de l'article pré-cité.

⁵ DD MiFID II, art. 9.1.

⁶ « *Les entreprises d'investissement qui [...] conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers, devraient être considérées comme des producteurs [...]* ».

⁷ V. Guide AMAFI n° 18-60, « MIF 2 Gouvernance produits », Annexe 4, 7 nov. 2018.

⁸ *Ibid.*

- a) **Identification du marché cible positif** : un marché cible « unique » devrait pouvoir être réalisé. Il regrouperait par exemple toutes les actions d'une part et les obligations d'autre part, possédant des caractéristiques similaires.
- b) **Identification du marché cible négatif** : compte tenu de la nature de ces produits, l'identification d'un marché cible négatif devrait être reconnue comme rare⁹, voire inexistante.
- c) **Coûts** : par nature, les produits vanilles n'ont pas de coût de « fabrication » de produit. Ainsi, les obligations de vérification de la compatibilité de ces coûts et frais devraient être réputées satisfaites.
- d) **Réexamen régulier du Produit** : compte-tenu de la nature de ces produits, l'AMAFI estime qu'il est disproportionné, inutile voire impossible (en particulier sur le marché primaire) de réaliser des réexamens réguliers.
- e) **Scénarios** : de manière analogue, l'obligation de réaliser des tests sur différents scénarios semble surtout pertinente pour des produits structurés et peu adaptée aux actions et obligations.
- f) **Reporting des ventes en dehors du marché cible** : compte-tenu des marchés cibles très larges de ces Produits, un nombre limité de ventes en dehors du marché cible est, en général, à attendre. Par ailleurs, le « Producteur » ne réalisera pas de réexamen régulier du Produit (ni de son marché cible) compte-tenu de l'application limitée de ses obligations, ces *reportings* sur les ventes en dehors du marché cible seraient, de toute façon, sans objet.

(3) La « distribution large », en l'absence de lien avec le Producteur

La « distribution large » concerne notamment le PSI qui au travers d'un service de RTO ou d'exécution d'ordres, permet à ses clients de traiter, via des plateformes de négociation ou des transactions de gré-à-gré, des instruments financiers disponibles sur le marché secondaire. Le PSI qui fournit un tel service doit-il toujours être considéré comme un Distributeur ? Notamment, quand il reçoit un ordre d'une manière 'passive' (c'est-à-dire sans que cette réception ait été précédée d'une des actions suivantes : une campagne de commercialisation, la fourniture de recommandations ou de conseils aux clients sur le produit concerné, l'envoi de communications à caractère promotionnel sur le produit à ses clients, la fourniture de conseils aux clients, etc.), sur un produit avec lequel il n'a aucun lien (il ne connaît pas le « Producteur » et n'est pas rémunérée par ce dernier pour commercialiser le Produit) et que l'unique service rendu au client est de transmettre cet ordre pour exécution ou l'exécuter, faut-il considérer que le PSI « commercialise » et donc est le Distributeur de l'instrument financier ?

L'ESMA¹⁰ a répondu par la positive à cette question en considérant qu'un PSI est également Distributeur lorsqu'il décide des produits proposés aux clients à leur propre initiative quand bien même ce PSI ne réaliserait pas de marketing actif sur ces Produits.

⁹ Sur ce point, l'exemple proposé par ESMA dans ses Orientations, de marché cible négatif d'une action, qui rassemble les clients qui recherchent une protection totale de leur capital, qui n'ont aucune tolérance au risque et veulent un revenu totalement garanti (*Orientations ESMA (version anglaise), Annex V, Case study 4*) est particulièrement regrettable et dommageable et mériterait d'être supprimé.

¹⁰ « [...] Les distributeurs devraient également décider des produits qui seront mis à disposition de clients (existants ou potentiels) de leur propre initiative par le biais de services d'exécution sans commercialisation active, en prenant en compte le fait que dans de telles situations le niveau d'informations disponibles relatives au client pourrait être très limité. » (*Orientations sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II (ESMA35-43-620)* publiées le 2 juin 2017 « *Orientations ESMA* », § 31).

Précisément du fait que ces « distributeurs » n'ont qu'un niveau d'information limité, on peut légitimement s'interroger sur le bénéfice à les considérer comme des Distributeurs. En sus, ces schémas sont le plus souvent propres à des produits « vanilles » (v. (2) ci-dessus) tels que les actions ou les obligations. En vertu du principe de proportionnalité, par lequel l'identification de leurs Marchés cibles doit pouvoir être réalisée dans des conditions assez simples s'agissant de produits compatibles par nature avec des clients non professionnels « de masse », on se demande toutefois quel peut être alors le bénéfice d'identifier un tel marché « cible », par nature très large. Il est par ailleurs important de noter que les exigences de la Gouvernance Produits ne se limitent pas à la seule définition du Marché cible et que les Distributeurs sont redevables d'autres obligations, telles qu'un réexamen régulier des produits distribués ou la fourniture d'informations sur les ventes réalisées. Là aussi, **ces dispositions ne paraissent avoir qu'un intérêt limité dans ces cas alors qu'elles ont un coût réglementaire non négligeable pour ces acteurs** qui ne fournissent que des services d'exécution, en dehors de tout service de conseil en investissement et de gestion sous mandat.

Le retour d'expérience des professionnels montre enfin qu'il est extrêmement compliqué d'un point de vue pratique pour les Distributeurs d'avoir les échanges requis par le dispositif Gouvernance Produits avec une multitude de Producteurs avec lesquels ils n'ont pas de relation établie.

Quant à **obliger les Distributeurs à pré identifier tous les produits sur lesquels potentiellement leurs clients pourraient être amenés à passer un ordre semble disproportionné**. Il existe un nombre indéfini d'instruments financiers concernés. Aussi, commercialement, le Distributeur ne peut pas refuser à son client un ordre sur un produit qu'il n'a pas pré identifié, *a fortiori* quand l'ordre est passé par téléphone.

Le dispositif devrait donc être centré sur la politique de distribution du Distributeur, à savoir par quel canal, et avec quel service, il donne ou non accès à certains marchés à certains de ses clients, une approche par produit n'ayant pas de pertinence dans ce contexte. Lorsque le PSI fournit uniquement un service de RTO ou d'exécution simple, son rôle du point de vue de la gouvernance produit se limite exclusivement à déterminer à quel(s) marché(s) ou plate-forme(s) il donnera accès à ses clients, car il ne reçoit pas du Producteur de chaque instrument financier référencé par le marché ou la plate-forme – si tant est qu'il y en ait un – les informations détaillées relative au Marché cible de chaque instrument financier. **La mise en œuvre de ses obligations de Gouvernance Produits devrait donc être proportionnée au service rendu et non produit par produit**, les marchés réglementés européens devant globalement être considérés comme accessible à tout investisseur.

Ce constat est vérifié pour ces acteurs en relation avec une clientèle de détail. *A fortiori*, il l'est pour ceux qui ont une clientèle exclusivement professionnelle.

Ce sont les raisons qui justifient les propositions de l'AMAFI de modifier, tant au niveau 1 qu'au niveau 2, la définition du concept de distributeur afin que ce dernier vise les entités qui « commercialisent ou recommandent » les instruments financiers mais pas celles qui ne font qu'« offrir » ou « proposer » lesdits instruments financiers.

Simplifier et rendre plus lisible le reporting des ventes en dehors du Marché Cible

Le Distributeur doit communiquer au Producteur des informations sur les ventes réalisées en dehors du Marché cible, le Producteur devant quant à lui s'assurer que le produit est bien distribué auprès du marché cible¹¹.

¹¹ RD, Art 9, § 14 « Les entreprises d'investissement examinent si l'instrument financier reste compatible avec les besoins, caractéristiques et objectifs du marché cible et s'il est distribué auprès de son marché cible, ou s'il atteint des clients avec les besoins, caractéristiques et objectifs desquels il est incompatible ».

Une ambiguïté persiste sur la responsabilité de ce reporting qui incombe au Distributeur. Il serait opportun de faire clarifier, par exemple dans le texte de niveau 2 que le Distributeur est seul responsable de cette obligation. Ainsi, le Producteur qui, après avoir fait ses meilleurs efforts pour obtenir effectivement l'information mais malgré cela ne reçoit pas de reporting, devrait pouvoir légitimement supposer qu'aucune vente en dehors de son marché cible n'a été réalisée ou qu'elles ne sont pas pertinentes à reporter.

Par ailleurs, la nature des ventes à reporter est complexe.

L'ESMA est venue préciser le champ des ventes à reporter. Par exception bienvenue, les ventes réalisées en dehors du marché cible mais ayant pour objectif de la diversification ou de la couverture n'ont pas à être reportées¹² dès lors qu'elles sont compatibles avec le portefeuille global du client ou le risque à couvrir (étant précisé que cette exception ne peut pas s'appliquer aux écarts portant sur les 2 premiers critères¹³ du marché cible). Toutefois, les ventes réalisées elles au sein du marché cible négatif doivent toujours être reportées¹⁴ même si elles ont un objectif de diversification ou de couverture.

Au final, le champ des ventes à reporter résulte d'une lecture complexe d'affirmation et d'exception qui mériterait sans doute d'être simplifié. **En effet, en application du principe de proportionnalité, n'est-ce pas avant tout les ventes réalisées au sein du marché cible négatif qui devraient être prioritairement identifiées ?**

Aussi, dans ce même souci de proportionnalité, il serait opportun de préciser le caractère non systématique du reporting et de permettre la prise en compte d'une certaine significativité de ces ventes en dehors du marché cible pour déclencher l'obligation de les reporter. En effet, si un Distributeur identifie quelques ventes en dehors du marché cible à reporter mais que celles-ci en proportion sont très faibles ou marginales par rapport au volume total des ventes réalisées (et celles faites au sein du marché cible), est-il opportun de l'obliger quand même à faire ce reporting ? De la même façon, si cette sortie du marché cible est parfaitement justifiée au cas d'espèce, par exemple par ce que le client a demandé à souscrire au produit de sa propre initiative, est-il vraiment nécessaire de le reporter au Producteur ? Il semblerait à la fois plus cohérent avec l'objectif initialement affecté à ce reporting (*i.e.*, confirmer la pertinence du marché cible défini) et le principe de proportionnalité qui doit être réaffirmé, de laisser une marge d'appréciation au Distributeur sur la pertinence de reporter les ventes en dehors du marché cible.

Pour ces raisons, **l'AMAFI propose de simplifier le reporting des ventes en dehors du marché cible en se concentrant sur les ventes réalisées au sein du marché cible négatif et en laissant une marge d'appréciation au Distributeur pour estimer la pertinence à reporter ces ventes au Producteur.**

D'ailleurs, le retour d'expérience démontre que les Producteurs obtiennent généralement peu de retour des distributeurs sur ce sujet. En moyenne, les Producteurs AMAFI témoignent d'un taux retour situé autour de **30% seulement** de retour sur l'ensemble de leurs distributeurs dont une proportion significative est à attribuer aux seuls distributeurs français. D'un point de vue qualitatif, les Producteurs s'accordent majoritairement pour considérer que dans un certain nombre de cas l'information ne permet pas véritablement de dégager de manière fiable des conclusions quant à la nécessité de revoir ou non la définition du marché cible. Beaucoup de distributeurs témoignent par ailleurs des obstacles opérationnels – au 1^{er} chef desquels les systèmes d'information et outils IT – rendant l'exercice tel qu'actuellement demandé par les textes, extrêmement lourd, difficile et exigeant.

Enfin, et pour faire écho à la problématique évoqué au (3) relatif au champ d'application (« distribution large »), cet exercice de reporting est d'autant plus compliqué à réaliser en dehors de relation contractualisée entre Distributeur et Producteur.

¹² Orientations ESMA, § 54.

¹³ Aussi, des ventes réalisées en dehors du marché cible positif parce qu'elles ne respectent pas le critère « Type de clients » et/ou « Connaissances et expérience » ne peuvent être justifiées par un objectif de diversification ou de couverture. Elles seront donc à reporter dans tous les cas.

¹⁴ Orientations ESMA, § 55.

Réaffirmer le principe de proportionnalité pour le monitoring des produits en cours de vie

L'article 9.15 de la Directive Déléguée oblige le Producteur à identifier « *les événements essentiels susceptibles d'avoir une incidence sur le risque potentiel ou la rémunération attendue* » du produit, tels que :

- (a) Le dépassement d'un seuil qui affectera le profil de rémunération du produit ;
- (b) La solvabilité de certains émetteurs.

Le retour d'expérience de la mise en œuvre de cette obligation démontre qu'**elle ne peut s'appliquer de manière homogène compte tenu de la diversité des situations concernées**. Aussi, en fonction de la granularité définie par le Producteur pour l'appliquer, elle peut être très exigeante alors même que la catégorie des clients finaux ciblés ne le justifierait pas. En effet, si ce monitoring présente un intérêt certain lorsque le client final est un investisseur de détail, il est largement moindre pour des clients plus sophistiqués.

Aussi, les facteurs déterminés pour identifier de tels événements et leurs fréquences varient considérablement en fonction de la nature de l'instrument financier. Par nature, ce monitoring ne sera pas réalisé selon que le produit est un produit structuré type EMTN vendu à des clients de détail ou un dérivé OTC négocié avec un client professionnel très habitué à traiter ces instruments financiers. Il ne sera même d'aucun objet pour des Produits vanilles¹⁵.

Ainsi, il est fondamental pour sécuriser les Producteurs de **reconnaître explicitement que cette obligation précisément doit s'appliquer de manière adaptée et proportionnée à la nature de l'instrument financier** concerné ainsi qu'à la catégorie du client final, *i.e.*, la nature du Marché cible défini.

PROPOSITION DE MODIFICATION DU TEXTE

Texte de niveau 1

DIRECTIVE 2014/65/UE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE

Considérants

(71) Les États membres devraient veiller à ce que les entreprises d'investissement agissent au mieux des intérêts de leurs clients et soient en mesure de se conformer aux obligations qui leur incombent en vertu de la présente directive. Les entreprises d'investissement devraient dès lors comprendre les caractéristiques des instruments financiers ~~proposés~~ **commercialisés** ou recommandés et établir et revoir des politiques et modalités efficaces pour déterminer la catégorie de clients à laquelle les produits et services doivent être fournis. Les États membres devraient veiller à ce que les entreprises d'investissement qui fabriquent des instruments financiers s'assurent que ces produits sont fabriqués de manière à satisfaire aux besoins d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée, prennent des mesures raisonnables pour assurer que les instruments financiers sont distribués auprès du marché cible défini et réexaminent régulièrement la définition du marché cible et la performance des produits qu'elles proposent..

Il faut aussi entendre que les entreprises d'investissement qui conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers ne devraient pas être considérées comme fabriquant ces instruments financiers.

Les entreprises d'investissement qui ~~proposent~~ **commercialisent** ou recommandent à leurs clients des instruments financiers qu'elles ne fabriquent pas devraient également disposer de modalités appropriées

¹⁵ *V. supra* « Introduire plus de proportionnalité dans l'application des dispositions Gouvernance Produit aux produits vanilles ».

pour obtenir et comprendre les informations utiles concernant le processus de validation du produit, y compris le marché cible défini et les caractéristiques du produit qu'elles **commercialisent** ou recommandent. Cette obligation devrait s'appliquer sans préjudice de toute évaluation de l'adéquation et du caractère approprié que l'entreprise d'investissement effectuera par la suite lors de la prestation des services d'investissement à chaque client, sur la base des besoins, caractéristiques et objectifs personnels.

Pour veiller à ce que les instruments financiers ne soient ~~proposés~~ **commercialisés** ou recommandés que dans l'intérêt du client, les entreprises d'investissement qui ~~proposent~~ **commercialisent** ou recommandent le produit fabriqué par des entreprises qui ne sont pas soumises aux obligations de gouvernance en matière de produits énoncées dans la présente directive ou le produit fabriqué par des entreprises de pays tiers devraient également disposer de modalités appropriées pour obtenir suffisamment d'informations sur les instruments financiers.

Les obligations de gouvernance produits énoncées dans la présente directive pourraient s'appliquer de manière proportionnée selon la complexité et la nature de l'instrument, du service d'investissement et du marché cible. Par « proportionnalité », il faut entendre que les règles pourraient être relativement simples pour certains produits simples, notamment ceux distribués sur la base d'une exécution simple, qui seraient compatibles avec les besoins et les caractéristiques du marché de détail de masse. Il faut également entendre que certaines de ces règles ne sont pas proportionnées pour des produits simples tels que les actions et les obligations.

(103) Aux fins de la présente directive, les contreparties éligibles devraient être considérées comme agissant en qualité de clients **sauf dans la mesure où cela serait manifestement disproportionné eu égard de leur niveau de sophistication et a fortiori dès lors qu'elles auraient souhaité renoncer aux protections afférentes à leur qualité de client prévues par la présente directive.**

(104) La crise financière a montré que la capacité des clients professionnels à apprécier le risque lié à leurs investissements avait ses limites. S'il est nécessaire de réaffirmer que les règles de conduite devraient être mises en œuvre en ce qui concerne les investisseurs qui ont le plus besoin d'être protégés, il y a également lieu de mieux calibrer les exigences applicables aux différentes catégories de clients. À cette fin, il convient d'étendre certaines exigences d'information et de communication aux relations avec **en premier lieu les clients professionnels, voire, le cas échéant,** les contreparties éligibles. En particulier, ces exigences devraient porter sur la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients ainsi que sur les obligations d'information et de communication concernant les transactions et les instruments financiers plus complexes. **A contrario, cette extension n'a pas lieu d'être pour les instruments financiers les plus simples.** Afin de mieux définir la classification des municipalités et des pouvoirs publics locaux, il convient de les exclure de façon explicite de la liste des contreparties éligibles et des clients considérés comme des professionnels, tout en leur permettant de solliciter un traitement en tant que clients professionnels.

Les modifications proposées dans les considérants rapportés ci-dessus visent à :

- Clarifier que la distribution passive devrait être exclue du champ des dispositions Gouvernance des produits
- Légitimiser les allègements demandés ici pour les contreparties éligibles
- Affirmer le principe de proportionnalité dans l'application des dispositions Gouvernance des produits
- Empêcher le maintien du considérant 15 de la directive de niveau 2 qui qualifie le PSI conseil d'un émetteur comme le Producteur de l'instrument émis.

Article 16

Exigences organisationnelles

[...]

3. Toute entreprise d'investissement maintient et applique des dispositions organisationnelles et administratives efficaces, en vue de prendre toutes les mesures raisonnables destinées à empêcher les conflits d'intérêts visés à l'article 23 de porter atteinte aux intérêts de ses clients.

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 pertinents pour ledit marché cible défini sont évalués et que la stratégie de distribution prévue convient bien au marché cible défini.

Une entreprise d'investissement examine aussi régulièrement les instruments financiers qu'elle propose ou commercialise, en tenant compte de tout événement qui pourrait influencer sensiblement sur le risque potentiel pesant sur le marché cible défini, afin d'évaluer au minimum si l'instrument financier continue de correspondre aux besoins du marché cible défini et si la stratégie de distribution prévue demeure appropriée.

Toute entreprise d'investissement qui conçoit des instruments financiers met à la disposition de tout distributeur tous les renseignements utiles sur l'instrument financier et sur le processus de validation du produit, y compris le marché cible défini de l'instrument financier.

Lorsqu'une entreprise d'investissement propose **commercialise** ou recommande des instruments financiers qu'elle ne conçoit pas, elle se dote de dispositifs appropriés pour obtenir les renseignements visés au cinquième alinéa et pour comprendre les caractéristiques et identifier le marché cible défini de chaque instrument financier.

[...]

Article 24

Principes généraux et information des clients

[...]

2. Les entreprises d'investissement qui conçoivent des instruments financiers destinés à la vente aux clients veillent à ce que lesdits instruments financiers soient conçus de façon à répondre aux besoins d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée, et que la stratégie de distribution des instruments financiers soit compatible avec le marché cible défini, et les entreprises d'investissements prennent des mesures raisonnables qui garantissent que l'instrument financier soit distribué auprès du marché cible défini.

Tout entreprise d'investissement comprend les instruments financiers qu'elle propose **commercialise** ou recommande, évalue la compatibilité des instruments financiers avec les besoins des clients auxquels elle fournit des services d'investissement, compte tenu notamment du marché cible défini de clients finaux visé à l'article 16, paragraphe 3, et veille à ce que les instruments financiers ne soient **proposés commercialisés** ou recommandés que lorsque c'est dans l'intérêt du client.

[...]

La suppression du terme « propose » substitué à celui de « commercialise » conformément aux articles 16.3 et 24 de la directive de niveau 1 vise à clarifier que la distribution passive devrait être exclue du champ des dispositions Gouvernance des produits.

Article 30

Transactions avec des contreparties éligibles

1. Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement agréées pour exécuter des ordres au nom de clients et/ou pour négocier pour compte propre et/ou pour recevoir et transmettre des ordres puissent susciter des transactions entre des contreparties éligibles ou conclure des transactions avec ces contreparties sans devoir se conformer aux obligations prévues à l'article 16.3, à l'exception du paragraphe 1, l'article 24, à l'exception des paragraphes 4 et 5, à l'article 25, à l'exception du paragraphe 6, à l'article 27 et à l'article 28, paragraphe 1, en ce qui concerne lesdites transactions ou tout service auxiliaire directement lié à ces transactions.

Les États membres veillent à ce que, dans leur relation avec les contreparties éligibles, les entreprises d'investissement agissent d'une manière honnête, équitable et professionnelle et communiquent d'une façon correcte, claire et non trompeuse, compte tenu de la nature de la contrepartie éligible et de son activité.

Les dispositions Gouvernance des produits sont prévues à la fois l'article 16.3, paragraphes 2 à 6 et à l'article 24.2. L'article 30 qui fonde le principe de la non-application des dispositions relatives à la protection des investisseurs aux transactions conclues entre contreparties éligibles exclue déjà l'article 24.2. Il faudrait donc ajouter l'exclusion de l'article 16.3 pour parfaire la non-application des dispositions Gouvernance des produits aux transactions conclues entre contreparties éligibles.

Textes de niveau 2

DIRECTIVE DÉLÉGUÉE (UE) 2017/593 DE LA COMMISSION du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE

Considérants

(15) Afin de prévenir ou de réduire d'emblée les risques de non-respect des règles de protection des investisseurs, les entreprises d'investissement qui produisent et distribuent des instruments financiers devraient satisfaire à des exigences en matière de gouvernance des produits. Aux fins de ces exigences, les entreprises d'investissement qui créent, développent, émettent et/ou conçoivent des instruments financiers, ~~y compris lorsqu'elles conseillent des entreprises émettrices sur le lancement de nouveaux instruments financiers~~, devraient être considérées comme des producteurs, tandis que les entreprises d'investissement qui ~~offrent ou vendent~~ recommandent ou commercialisent des instruments et des services financiers à des clients devraient être considérées comme des distributeurs.

(18) Compte tenu des exigences énoncées dans la directive 2014/65/UE, et dans l'intérêt de la protection des investisseurs, les règles de gouvernance des produits devraient s'appliquer à tous les produits vendus sur les marchés primaire et secondaire, indépendamment du type de produit ou de service fourni et des exigences applicables au point de vente. Toutefois, ces règles pourraient s'appliquer de manière proportionnée selon la complexité du produit et la mesure dans laquelle des informations publiées peuvent être obtenues, compte tenu de la nature de l'instrument, du service d'investissement et du marché cible. Par «proportionnalité», il faut entendre que les règles pourraient être relativement simples pour certains produits simples, distribués sur la base d'une exécution simple, qui seraient compatibles avec les besoins et les caractéristiques du marché de détail de masse. Il faut également entendre que certaines de ces règles ne sont pas proportionnées pour des produits simples tels que les actions et les obligations.

Ces propositions répondent au besoin de réintroduire plus de proportionnalité dans l'application des dispositions Gouvernance des produits aux Produits vanilles.

Dans le considérant 15, la substitution des termes « *offrent ou vendent* » par « *recommandent ou commercialisent* » vise à rendre cohérente la définition du Distributeur tel que prévu à l'article 10 de la même Directive et répond au besoin de clarifier que la distribution passive devrait être exclue du champ des dispositions Gouvernance des produits.

Article 10

Obligations en matière de gouvernance des produits applicables aux distributeurs

1. Les États membres exigent des entreprises d'investissement, lorsqu'elles décident de la gamme d'instruments financiers émis par elles-mêmes ou par d'autres entreprises ~~et des services~~ qu'elles comptent ~~offrir ou~~ recommander à leurs clients, qu'elles se conforment d'une manière adaptée et proportionnée aux exigences énoncées aux paragraphes 2 à 10, en tenant compte de la nature de l'instrument financier, du service d'investissement et du marché cible du produit.

Les entreprises d'investissement qui ne décident pas d'inclure un instrument financier dans leur gamme et qui ne recommandent pas cet instrument financier à leurs clients peuvent accepter d'exécuter un ordre d'un client sur cet instrument financier sans se conformer aux exigences énoncées aux paragraphes 2 à 10.

Les États membres veillent à ce que les entreprises d'investissement se conforment également aux exigences de la directive 2014/65/UE lorsqu'elles ~~proposent ou~~ recommandent des instruments financiers produits par des entités qui ne relèvent pas de cette directive. Dans le cadre de ce processus, ces entreprises d'investissement mettent en place des dispositifs qui leur permettent d'obtenir suffisamment d'informations sur ces instruments financiers de la part de ces producteurs.

Ces propositions répondent au besoin de clarifier que la distribution « large » devrait être exclue du champ des dispositions Gouvernance des produits, en cohérence et en application des modifications proposées au texte de niveau 1.

Article 9

Obligations en matière de gouvernance des produits applicables aux producteurs

15. Les États membres exigent des entreprises d'investissement qu'elles réexaminent les instruments financiers avant toute nouvelle émission ou réémission si elles ont connaissance de tout événement susceptible d'avoir une incidence sensible sur le risque potentiel pour les investisseurs et évaluent à intervalles réguliers si les instruments fonctionnent de la façon prévue. Les entreprises d'investissement se fondent sur des facteurs pertinents pour déterminer la fréquence du réexamen de leurs instruments financiers, notamment la complexité ou le caractère innovant des stratégies d'investissement poursuivies. Les entreprises d'investissement identifient également, **d'une manière adaptée et proportionnée à la nature de l'instrument financier et à son marché cible**, les événements essentiels susceptibles d'avoir une incidence sur le risque potentiel ou la rémunération attendue de l'instrument financier, tels que :

- a) le dépassement d'un seuil qui affectera le profil de rémunération de l'instrument financier ; ou
- b) la solvabilité de certains émetteurs dont les valeurs mobilières ou les garanties sont susceptibles d'avoir une incidence sur la performance de l'instrument financier.

Cet ajout permet de clarifier que l'obligation de monitoring en cours de vie des produits posée à l'article 9 doit s'appliquer de manière adaptée et proportionnée à la nature du produit et à la catégorie des clients finaux ciblés.

Texte de niveau 3

Orientations ESMA sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MiFID II

54. Le distributeur n'est pas tenu de signaler au producteur les ventes réalisées en dehors du marché cible positif, **tant qu'elles ne sont pas réalisées au sein du marché cible négatif**. ~~si ces ventes sont réalisées à des fins de diversification et de couverture et si elles sont néanmoins adéquates compte tenu du portefeuille total du client ou du risque couvert.~~

55. Les ventes de produits au sein du marché cible négatif devraient toujours être signalées au producteur et communiquées au client, même si ces ventes sont réalisées à des fins de diversification ou de couverture. En outre, même si elles sont réalisées à des fins de diversification, les ventes au sein du marché cible négatif devraient être rares (voir également points 67 à 74).

59. En ce qui concerne la fourniture d'information sur les ventes réalisées en dehors du marché cible du producteur, les distributeurs devraient être en mesure de déclarer toutes les décisions prises pour vendre en dehors du marché cible ou pour élargir la stratégie de distribution recommandée par le producteur ainsi que les informations sur les ventes réalisées en dehors du marché cible (y compris les ventes au sein du marché cible négatif), ~~en tenant compte des exceptions visées au point 54.~~

74. Les déviations par rapport au marché cible (~~en dehors du marché cible positif ou à l'intérieur du marché cible négatif~~) susceptibles d'être pertinentes **selon le distributeur** pour le processus de gouvernance des produits du producteur (notamment ~~si~~ **si** celles sont récurrentes) devraient être signalées au producteur, ~~en tenant compte des exceptions visées au point 54.~~

Le producteur qui après avoir fait ses meilleurs efforts pour obtenir l'information de ses distributeurs mais malgré ces efforts ne reçoit aucun signalement à ce titre, peut légitimement supposer que de telles ventes n'ont pas eu lieu ou n'étaient pas pertinentes à signaler.

Ces propositions répondent au besoin de simplifier le reporting des ventes en dehors du marché cible et une meilleure prise en compte du principe de proportionnalité.

Application des exigences concernant le marché cible aux entreprises réalisant des transactions sur les marchés de gros (à savoir, avec des clients professionnels et des contreparties éligibles)

75. Les exigences énoncées à l'article 16, paragraphe 3, de la directive MiFID II **ne** s'appliquent ~~indépendamment de la nature du client (client de détail, client professionnel ou~~ **pas** aux contreparties éligibles).

[...]

La suite de ces paragraphes devra être revue en fonction de l'ajout de l'article 16.3 dans le champ des exclusions de l'article 30 du texte de niveau 1.