Faculty of Law, Economics and Finance

La réglementation des produits financiers dans l'Union européenne

Pierre-Henri Conac

Université du Luxembourg

Ancien membre du SMSG de l'ESMA

Université de Montréal

14 Octobre 2016

Homo economicus
ou
finance comportementale ?

Introduction

I. Le contrôle *ex-ante* des produits financiers

A Le contrôle par le producteur du produit financier

B Le contrôle par le distributeur du produit financier

II. Le contrôle *ex-post* des produits financiers

A Le contrôle par les autorités nationales

B Le contrôle par l'ESMA

Conclusion

Introduction

- **Création dans l'Union européenne (UE) d'une gouvernance des produits financiers à la suite de la crise de 2008**

  - Distribution aux investisseurs (aussi professionnels) dans de nombreux Etats Membres de produits toxiques (retraite, prêts, capital garanti…)

  - Passage d'une approche libérale, fondée sur l'information, à une approche interventioniste, fondée sur une autorisation (industrie pharmaceutique)

  - Passage concommittant du concept d'investisseur au concept de consommateur de produits financiers (V. N. Moloney, LSE, 2012)

  - Modèle de la *merit-regulation* présent de manière sous-jacente dans l'UE : avertissements sur les prospectus puis sur les publicités, mises en garde…

- **Législation et actions des autorités nationales depuis 2008**

  - Royaume-Uni : scandales de commercialisation de produits financiers toxiques (*payment protection insurance*) et introduction par la FSA d'un *product intervention regime* en 2011 pour les investisseurs individuels

  - Belgique : scandale des produits structurés Lehman (2008) autorisés par la Banque centrale d'Irlande; demande de la FSMA (2011) d'une suspension "**volontaire**" par les banques de la commercialisation de certains produits structurés complexes aux investisseurs particuliers (assurance vie cotée, produits en monnaies virtuelles, hedge funds)

  - France : opinion de l'AMF (2010) interdisant *de facto* la distribution de certains produits structurés complexes aux investisseurs particuliers

Législation européenne applicables aux Etats Membres (EM)

- Directive (MiFID II) et règlement (MiFIR) de 2014 sur les marchés d'instruments financiers applicables le 3 janvier 2018
- Publication par la Commission européenne en 2016 de plusieurs directives et règlements délégués relatifs à la gouvernance produits
- Publication par l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA) d'"Orientations", de Positions, d'Opinions et de FAQ
- Réglementation transectorielle (banque, finance et assurance) applicable à tous les investisseurs pas seulement individuels

I. Le contrôle *ex-ante* des produits financiers

A. Le contrôle par le producteur des produits financiers

Faculty of Law, Economics and Finance

- Producteur : entreprises d'investissement qui créé, développe, émet et/ou conçoit des produits d'investissements, y compris entreprises d'investissement qui conseillent sur le lancement de nouveaux titres

- Applicable aux établissements financiers ayant leur siège social dans l'UE et aux succursales dans l'UE d'établissements de pays tiers

- Applicable à tous les investisseurs : particuliers et professionnels

- Applicable aux instruments financiers y compris les produits structurés

- Responsabilité du conseil d'administration (rapport compliance)

- **Art. 24(2) de MiFID II**: "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 (6 critères)**: type de clients, connaissance et expérience, situation financière et capacité à supporter des pertes, tolérance au risque, objectifs du client, besoins du client

  - **Stratégie de distribution** compatible avec le marché cible

  - Mesures raisonnables qui garantissent que l'instrument financier soit **distribué auprès du marché cible défini**

Art. 16 (3) de MiFID II : processus de validation des produits avant leur commercialisation ou leur distribution aux clients

- Evaluation (*ex ante* et *ex post*) des risques pertinents pour le marché cible défini et que la stratégie de distribution convient au marché cible défini
- Obligation d'identification des investisseurs pour qui l'instrument financier n'est pas adapté
- *Strees test* de l'instrument financier en cas d'évolutions de marché défavorables
- Vérification que le produit a un **profil de risque compatible** avec le marché cible et que les **coûts** sont aussi compatibles avec les objectifs

B. Le contrôle par le distributeur des produits financiers

- Art. 24(2) MiFID II: "Tout entreprise d'investissement **comprend les instruments financiers** qu'elle propose ou recommande, **évalue la compatibilité** des instruments financiers avec les besoins des clients aux (…), et veille à ce que les instruments financiers ne soient proposés ou recommandés que lorsque c'est dans l'**intérêt du client**."

- Obligation d'obtenir des informations du producteur (y compris si producteur situé dans un pays tiers)

- Règles pas applicables si produit distribué dans pays tiers

- Responsabilité du conseil d'administration

- Compréhension des caractéristiques du produit et du marché cible
- Vérification de la cohérence entre le marché cible et la clientèle
- Obligation de compétence des employés
- Obligation de revue régulière après la commercialisation
- Distributeur final dans une chaîne de distribution tenu à toutes les obligations et distributeurs intermédiaires (passer l'information)

II. Le contrôle *ex-post* des produits financiers

A. Le contrôle par les autorités nationales

- **Article 69(2)(t) de MiFID II**

- Possibilité pour une autorité nationale de **suspendre** la commercialisation ou la vente d'**instruments financiers** ou de **dépôts structurés** lorsque l'entreprise d'investissement n'a pas développé ou appliqué un véritable processus d'approbation de produit, ou destiné à éviter les conflits d'intérêts

Article 4(1)(43) de MiFID II : dépot structuré

- Dépot intégralement remboursable à l'échéance dans des conditions selon lesquelles tout intérêt ou prime sera payé ou présente un risque selon une formule faisant intervenir des facteurs tels que : indices (sauf Libor/Euribor), instrument financier, matière première ou taux de change

- **Article 42 MiFIR : possibilité pour une autorité nationale d'interdire ou restreindre dans un EM ou à partir de cet EM**
  - a) la commercialisation, la distribution ou la vente de certains instruments financiers ou de dépôts structurés ou d'instruments financiers ou de dépôts structurés présentant certaines caractéristiques définies ;
  - **ou**
  - b) un type d'**activité** ou de **pratique** financière.

Article 42 MiFIR : conditions requises

- (a) **importants problèmes de protection des investisseurs ou** menace pour le bon **fonctionnement** et l'**intégrité** des marchés financiers **ou** pour la **stabilité** de tout ou partie du système financier dans au moins un État membre **ou**

- (b) un instrument dérivé a un effet préjudiciable sur le mécanisme de formation des prix du marché sous-jacent

- Exigences réglementaires ne suffisent pas à écarter les risques visés (a), et le problème ne serait pas davantage résolu par une amélioration de la surveillance ou de la mise en œuvre des exigences actuelles

Article 42 MiFIR

- Critères (22) et sous-critères pour (a) détaillés dans un règlement délégué : **complexité**, degré d'innovation, effet de levier, taille …
- Mesures proportionnées et absence d'effet discriminatoire
- Obligation de consulter les autorités nationales les plus concernées
- Obligation d'informer un mois à l'avance les autorités nationales concernées et l'ESMA par écrit ou par tout autre moyen convenu
- Avis public de l'ESMA indiquant si l'interdiction ou la restriction est légitime et proportionnée

Première utilisation dans les Etats Membres du pouvoir d'interdiction

- **Royaume-Uni** : restriction temporaire (2014), puis définitive (2015), de la vente d'instruments financiers conditionnels convertibles (*Contingent convertible instruments* ou CoCos) aux investisseurs individuels

- **Allemagne** : interdiction (2015) de la distribution et de la vente aux investisseurs individuels, malgré ou plutôt à cause de leur succès, de *credit-linked notes* qui sont semblables à des CoCos et dont la nature et les risques ne sont pas bien compris par les investisseurs

B. Le contrôle par l'ESMA

Article 9 du règlement ESMA

- ESMA **surveille** les activités financières existantes et nouvelles et peut adopter des orientations et des recommandations en ce domaine

- ESMA peut émettre des **alertes** lorsqu'une activité financière constitue une menace grave pour ses objectifs (protection investisseurs, stabilité…)

- ESMA instaure un **comité de l'innovation financière**, composé d'autorités nationales en vue de parvenir à une approche coordonnée du traitement applicable aux activités financières nouvelles ou innovantes et peut aussi émettre des **avis** au Parlement, Conseil et Commission

Article 40 MiFIR

- ESMA peut interdire ou restreindre **temporairement**, y compris de manière **préventive**, la commercialisation, distribution ou la vente …
- Conditions supplémentaires pour une action de l'ESMA par rapport aux autorités nationales : réglementation UE **ne pare pas** (pas slt insuffisance) à cette menace, **défaillance** des autorités nationales, absence d'effet négatif disproportionné et d'arbitrage réglementaire
- Obligation de consulter les autorités nationales
- Publication sur le site internet de l'ESMA et révision tous les 3 mois

Action de l'ESMA consiste plutôt à limiter ou interdire *de facto* une activité en publiant une alerte ou une interprétation restrictive

- **Alerte** (2016) et **FAQ** relatifs à la commercialisation à des investisseurs individuels de *contracts for difference*, options binaires et *rolling spot forex*

- **Opinion** du 2 juin 2016 : interdiction *de facto* de l'**auto-placement** (placement d'actions ou de titres hybrides par des établissements de crédit) auprès d'investisseurs particuliers car constitue une recommendation personnalisée obligeant à en contrôler le caractère "adéquat"

IV. Conclusion

- Pouvoir d'interdiction des produits financiers serait très dangereux pour les autorités boursières s'il était utilisé de manière trop systématique
- Pouvoir d'interdiction utilisé de manière prudente dans certains EM, pour les investisseurs individuels, mais fragmentation du marché unique
- Pouvoir d'interdiction pas utilisé par ESMA, car subsidiaire, mais alerte et d'inteprétation utilisées de manière active pour éviter une fragmentation
- Coût important pour les établissements financiers liés à la mise en place d'une gouvernance produits et risque de sanctions relativement élevé